

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 7

**Kapitalmarktrechtliche
Regulierungskonzepte für Alternative
Handelssysteme**

Von

Daniela Cohn-Heeren



Duncker & Humblot · Berlin

DANIELA COHN-HEEREN

Kapitalmarktrechtliche Regulierungskonzepte
für Alternative Handelssysteme

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Bonn

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 7

Kapitalmarktrechtliche Regulierungskonzepte für Alternative Handelssysteme

Von

Daniela Cohn-Heeren



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit
im Sommersemester 2004 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

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

D 25

Alle Rechte vorbehalten

© 2006 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: L101 Mediengestaltung, Berlin
Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 3-428-11779-4

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☉

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meiner Mutter

Vorwort

Die vorliegende Dissertation befasst sich mit der Regulierung Alternativer Handelssysteme, die insbesondere wegen der wachsenden Technisierung und Vernetzung der internationalen Kapitalmärkte häufiger Gegenstand der wissenschaftlichen und praktischen Diskussion sind.

Die Arbeit entstand während meiner Zeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin bei Prof. Dr. Hanno Merkt an der Bucerius Law School, Hamburg sowie während meines LL.M.-Studiums an der Georgetown University in Washington, D.C. Sie wurde im Sommersemester 2004 vom Fachbereich Rechtswissenschaften der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg als Dissertation angenommen und für die Veröffentlichung aktualisiert.

Bei Prof. Merkt möchte ich mich ganz herzlich für die schöne Zeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin sowie für die Betreuung dieser Arbeit und die ständige Bereitschaft bedanken, die Zwischenergebnisse im Laufe der Bearbeitung zu diskutieren. Herrn Prof. Dr. Rolf Stürmer danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Herzlicher Dank gebührt neben Prof. Merkt auch Prof. Dr. Gerald Spindler sowie Prof. Dr. Holger Fleischer für die Aufnahme dieser Arbeit in die Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“.

Meinem Ehemann Kai-Alexander Heeren danke ich für die häufigen Diskussionen über meine Arbeit, seine konstruktive Kritik und seine liebevolle Unterstützung bei ihrer Anfertigung und Veröffentlichung.

Meiner Mutter Gabriele Cohn, der diese Arbeit gewidmet ist, danke ich ebenfalls für die Unterstützung dieser Arbeit sowie meiner gesamten Ausbildung.

Frankfurt, im Januar 2006

Daniela Cohn-Heeren

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	15
I. Gründe für das Entstehen Alternativer Handelssysteme.....	16
II. Die Bedeutung einer effizienten Kapitalmarktregulierung.....	17
III. Gang der Arbeit	19
B. Das Wesen Alternativer Handelssysteme	21
I. Definition und Erscheinungsformen Alternativer Handelssysteme.....	23
1. Benennungsprobleme bei nichtbörslichen Handelssystemen	23
2. Erscheinungsformen Alternativer Handelssysteme.....	24
a) Systeme mit Marktplatzfunktion	28
aa) Order-getriebene Systeme	28
bb) Quote-getriebene Systeme	29
cc) Zwischenergebnis.....	29
b) Systeme ohne Marktplatzfunktion (Kontrahentensysteme)	30
c) Hybride Systeme und Inseratssysteme	30
d) Zusammenfassung	30
II. Der Börsenbegriff.....	31
1. Der „Geregelte Markt“ der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	34
2. Untersuchung der institutionellen Börsenmerkmale.....	34
a) Zentralisierung von Angebot und Nachfrage.....	34
b) Vermittlertätigkeit der Börse	36
c) Elektronischer Wertpapierhandel als Börsenhandel	36
d) Feststellung staatlich geregelter und überwachter Preise	38
e) Organisationsstruktur der Börse	40
f) Beschränkter Kreis der Handelsteilnehmer	41
g) Rechtsnatur der Börse.....	43
h) Zusammenfassung	46
3. Untersuchung der Börsenfunktion und der funktionellen Börsenmerkmale	47
4. Börsenbegriffe anderer Rechtsordnungen als Definitionshilfe.....	49
a) Amerikanische Börsendefinition.....	50
b) Englische Börsendefinition	51
III. Die Abgrenzung von Börsen zu Alternativen Handelssystemen.....	52
C. Europäische Vorgaben für Alternative Handelssysteme	55
I. EG-Vertragliche Grundlagen des europäischen Kapitalmarktrechts.....	56
1. Normziele und die Rolle des Anlegerschutzes	57
2. Umfang und Grenzen der EU-Rechtssetzung	58

II.	Aktionsplan	61
III.	Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	62
	1. Ziele und Regelungsbereiche der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	62
	2. Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	65
	3. Geltungsbereich der Richtlinie	66
	4. Vorschriften für Alternative Handelssysteme	67
	a) Alternative Handelssysteme als Wertpapierfirma	68
	b) Alternative Handelssysteme als MTF	69
	c) Alternative Handelssysteme als Geregelter Märkte	70
	d) Kontrahentensysteme	72
	5. Bewertung der Richtlinie	72
	6. Zwischenergebnis	74
IV.	E-Commerce-Richtlinie	74
	1. Anwendungsbereich der E-Commerce-Richtlinie	75
	2. Regulatorische Vorgaben für Alternative Handelssysteme	76
V.	Weitere EU-Richtlinien	78
	1. Fernabsatzrichtlinie	78
	2. Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen	79
VI.	Die Regulierungsvorschläge des CESR	80
	1. Die Rolle des CESR im Rechtssetzungsprozess der EU	81
	2. Die Vorschläge des CESR zur Regulierung Alternativer Handelssysteme	81
	a) Definition eines Alternativen Handelssystems	82
	b) Problemfelder bei der Regulierung Alternativer Handelssysteme	83
	c) Standards für die Regulierung Alternativer Handelssysteme	84
	3. Bilanz der CESR-Vorschläge	85
VII.	Bewertung der europäischen Vorgaben	85
D.	Vorgaben des deutschen Rechts	87
I.	Regelungen im BörsG für Alternative Handelssysteme	87
	1. Anwendungsbereich der börsengesetzlichen Regelungen	87
	2. Regelungen für börsenähnliche Einrichtungen gemäß § 59 BörsG	88
	a) Definition der börsenähnlichen Einrichtungen gemäß § 59 BörsG	89
	b) Pflichten börsenähnlicher Einrichtungen	90
	aa) Anzeigepflicht gemäß § 58 BörsG	90
	bb) Weitere Pflichten gemäß § 59 BörsG	91
	3. Pflichten der übrigen außerbörslichen Handelssysteme	92
	4. Zuständigkeit der Börsenaufsichtsbehörde	92
	5. Beurteilung der börsengesetzlichen Regelungen	94
	6. Auswirkungen der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie auf das deutsche Recht	95
II.	Regulierung Alternativer Handelssysteme nach dem KWG	96
	1. Alternative Handelssysteme als Erbringer von Finanzdienstleistungen	97

a)	Anlagevermittlung	98
b)	Abschlussvermittlung	99
c)	Eigenhandel	100
2.	Erlaubniserfordernisse	101
3.	Verhaltenspflichten nach dem KWG	102
4.	Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	102
5.	Eignung der Vorschriften zur Regulierung Alternativer Handelssysteme	103
III.	Regulierung Alternativer Handelssysteme nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)	103
1.	Alternative Handelssysteme als Wertpapierdienstleister	104
2.	Verhaltensregeln der §§ 31 ff. WpHG	105
a)	Allgemeine Verhaltensregeln gemäß § 31 WpHG	106
aa)	§ 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	106
bb)	§ 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG	107
cc)	§ 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG	107
dd)	§ 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG	108
b)	Besondere Verhaltensregeln gemäß § 32 WpHG	109
c)	Organisationspflichten gemäß § 33 WpHG	110
d)	Aufzeichnungspflichten gemäß § 34 WpHG	111
e)	Insiderregeln des WpHG	111
3.	Aufsicht über Wertpapierdienstleister nach dem WpHG	112
4.	Eignung der Vorschriften zur Regulierung Alternativer Handelssysteme	113
IV.	Pflichten für Betreiber von Internethandelsplattformen	113
V.	Sonstige Erlaubniserfordernisse	115
VI.	Zwischenergebnis	115
VII.	Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission	116
1.	Wertpapierhandelssysteme	116
a)	Transparenz von Preisen und Volumen	117
b)	Aufklärung des Anlegers	117
c)	Diskriminierungsfreier Marktzugang	118
d)	Ordnungsgemäße Preisermittlungsmechanismen	118
e)	Systemsicherheit	118
f)	Bündelung von Liquidität	119
g)	Alternative Handelssysteme als Geregelte Märkte	119
2.	Kontrahentensysteme	120
3.	Kritik der Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission	120
a)	Trennung zwischen Wertpapierhandelssystemen und Kontrahentensystemen	121
b)	Verortung der Regulierung	122
VIII.	Beurteilung der Vorgaben des deutschen Rechts	122

E. Regulierung Alternativer Handelssysteme in den USA	124
I. Der US-amerikanische Kapitalmarkt	125
II. Das kapitalmarktrechtliche Regulierungssystem in den USA	126
1. Gesetzliche Grundlagen	127
a) Bundesrecht	127
aa) Der Securities Act 1933	127
bb) Der Securities Exchange Act 1934	128
b) Einzelstaatliche Regelungen	128
2. Aufsichtsbehörde	129
III. Gründe für eine Regulierung Alternativer Handelssysteme	130
IV. Die US-amerikanische Regulierung Alternativer Handelssysteme	132
1. Anwendungsbereich der „Regulation ATS“	132
2. Wahlmöglichkeit für Alternative Handelssysteme	134
3. Allgemeine Pflichten Alternativer Handelssysteme	135
a) Anzeigepflicht	136
b) Transparenz	136
c) Mitgliedschaft in einer SRO	137
d) Duldung von Überprüfungen	137
e) Aufzeichnungen	137
4. Quotenabhängige Pflichten Alternativer Handelssysteme	138
a) Handelsanteil von mehr als 5 %	138
aa) Öffentlicher Zugang zu Quotes	138
bb) Gebührenregelungen	139
b) Handelsanteil von mehr als 20 %	139
aa) Systemsicherheit	139
bb) Zulassung der Handelsteilnehmer	140
5. Als Börse registrierte Handelsplattformen	140
V. Auswirkungen der „Regulation ATS“	140
VI. Kritik an der „Regulation ATS“	141
VII. Übertragbarkeit der US-amerikanischen Regelung	142
F. Regulierungsprinzipien	144
I. Anforderungen an ein Regulierungskonzept	144
1. Anbieter von Börsendienstleistungen	145
2. Konsequenzen für die Handelsplattformen und eine Regulierung Alternativer Handelssysteme	146
II. Vorliegen eines Regulierungsbedürfnisses	148
III. Leitlinien einer Regulierung	150
1. Anlegerschutz	151
a) Ziele und Mittel des Anlegerschutzes	151
b) Informationspflichten als Mittel zur Verwirklichung des Anle- gerschutzes	153
c) Konsequenzen für ein Regulierungskonzept	155

2. Funktionsschutz	156
3. Verhältnis von Anleger- und Funktionsschutz und das Marktvertrauen.....	158
4. Börsenwettbewerb	158
a) Problematik	159
b) Stellungnahme.....	160
c) Regulierungswettbewerb.....	163
5. Konsequenzen für ein Regulierungskonzept	164
IV. Schnittstellen zu anderen Regelungsbereichen	166
1. Schnittstelle Kartellrecht.....	166
2. Schnittstelle Europarecht	167
3. Schnittstelle Internationales Kapitalmarktrecht	168
4. Schnittstelle E-Commerce	168
G. Regulierungskonzept	170
I. Problemkreise und regulierungsbedürftige Aspekte.....	170
II. Zur Unterscheidung der Alternativen Handelssysteme	172
III. Einführung einer gesetzlichen Börsendefinition	174
1. Notwendigkeit einer Legaldefinition	174
2. Anforderungen an eine Börsendefinition	175
3. Inhalt einer gesetzlichen Börsendefinition	177
a) Funktionaler Ansatz.....	177
b) Rechtsnatur der Börse.....	177
c) Beschränkung der Handelsteilnehmer	179
d) Definitionsvorschlag	180
4. Rechtsfolgen	182
a) Möglichkeit der Börsenzulassung.....	182
b) Pflicht zur Börsenzulassung.....	184
IV. Erlaubnisvorbehalte für Alternative Handelssysteme	185
V. Informationspflichten der Systembetreiber.....	186
1. Informations- und Anzeigepflichten gegenüber der Aufsichtsbehörde	186
a) Anzeigepflicht nach § 58 Abs. 1 BörsG.....	187
b) Sonstige Informationspflichten	187
2. Informationspflichten gegenüber den Marktteilnehmern.....	189
a) Informationen über die Plattformstruktur.....	189
b) Umsatz- und Preisinformationen	191
c) Allgemeines Transparenzgebot.....	193
d) Zusätzliche Informations- und Beratungspflichten.....	194
VI. Preisermittlung in Alternativen Handelssystemen	196
1. Preisermittlung	196
2. Staatliche Überwachung der Preisfeststellung.....	198
VII. Regelung des Handelsablaufs	199
1. Aufstellung von Handelsregeln.....	199

2.	Befugnis zur einseitigen Änderung der Handelsregeln	200
3.	Verbot wettbewerbsbeschränkender Vereinbarungen, z.B. Payment for order flow	202
VIII.	Regelung des Handelszugangs	204
1.	Handelszugang von Privatanlegern	204
2.	Diskriminierungsfreier Marktzugang	206
IX.	Aufnahme der Wertpapiere zum Handel	206
X.	Gewährleistung der Systemsicherheit	208
XI.	Vermeidung von Interessenkonflikten	209
XII.	Gestaltung der Aufsicht	210
1.	Europäische Ebene	210
2.	Nationale Ebene	210
3.	Unmittelbare Handelsüberwachung	212
XIII.	Zur Verortung der gesetzlichen Regelung	214
XIV.	Maßnahmen zur Förderung der Marktintegration	215
XV.	Schlussbemerkung	216
H.	Zusammenfassung der Arbeit	218
I.	Bilanz der bestehenden Regelungen	218
II.	Prinzipien eines Regulierungskonzepts	218
III.	Einteilung der Alternativen Handelssysteme	218
IV.	Gesetzliche Börsendefinition	219
1.	Notwendigkeit einer Börsendefinition und ihre Anforderungen ...	219
2.	Inhalt einer Börsendefinition	219
3.	Börsendefinition	220
4.	Rechtsfolgen der Börsendefinition	220
V.	Erlaubnisvorbehalte für Alternative Handelssysteme	220
VI.	Informationspflichten Alternativer Handelssysteme	220
1.	Gegenüber der Aufsichtsbehörde	221
2.	Gegenüber dem Anlegerpublikum	221
VII.	Preisermittlung	222
VIII.	Regelung des Handelsablaufs	222
IX.	Regelung des Marktzugangs	223
X.	Zulassung der Wertpapiere zum Handel	223
XI.	Gewährleistung der Systemsicherheit	223
XII.	Vermeidung von Interessenkonflikten	223
XIII.	Gestaltung der Aufsicht	223
XIV.	Verortung der gesetzlichen Regelung	224
XV.	Maßnahmen zur Förderung der Marktintegration	224
	Literaturverzeichnis	225
	Sachregister	237

A. Einleitung

Die internationalen Kapitalmärkte befinden sich seit einigen Jahren im ständigen Wandel.¹ Diese Entwicklung betrifft die nationalen und europäischen Börsen aber auch insgesamt das internationale Börsen- und Kapitalmarktwesen.² Die Ursachen und Auswirkungen dieser Veränderungen sind vielschichtig. In Europa führen das Entstehen eines europäischen Kapitalmarktes, der technische Fortschritt und der vermehrte elektronische Handel zu weitreichenden Änderungen für die Marktstruktur und die Rolle der Marktteilnehmer.³ Privatanleger haben durch die Entwicklung im Bereich der Informationstechnologie mittlerweile Zugang zu einem breiten Spektrum von Finanzinformationen, das vorher nur professionellen Marktteilnehmern vorbehalten war.⁴ Der Abbau von Marktzutritts- und Marktaustrittsschranken wird durch kostengünstigere Handelstechnik und größere Marktreichweite gefördert, so dass mittlerweile auch außerbörsliche Handelsplattformen eine immer wichtigere Rolle spielen.⁵ Eine signifikante Änderung der letzten Jahre ist daher die Entstehung Alternativer Handelssysteme, die neben traditionellen Börsen als neue Teilnehmer am Kapitalmarkt auftreten. Insbesondere für institutionelle Anleger stellen sie im Wertpapierhandel eine ernstzunehmende Alternative zu den herkömmlichen Börsen dar. So sind sie mittlerweile die wichtigsten organisierten Märkte für den Anleihehandel, wenngleich sie für den Aktienhandel mit einem Anteil von 1 % der gehandelten Aktien in Europa noch keine sehr bedeutende Rolle spielen.⁶

¹ Merkt, DJT-Gutachten (2002) G 9.

² Hierzu auch *Hopt/Baum*, WM 1997, Sonderbeilage Nr. 4, 3; *Köndgen*, Festschrift Lutter (2000) 1401; *Hellwig*, ZGR 1999, 781; *Dennig*, Wirtschaftsdienst 2000, 480, *Bauer/Pleyer/Hirche*, BKR 2002, 102; *Schwark*, BörsG, 2. Aufl. (1994) Einl. Rn. 53, *Mues* (1999) 17.

³ Zum Strukturwandel in Europa vgl. Mitteilung der Kommission an das europäische Parlament und den Rat; Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG), vom 15.11.2000, KOM (2000) 729 endgültig S. 6, 13; *Schwark*, WM 1997, 293; zur Situation der deutschen Börsen- und Finanzplätze *Wastl*, WM 1999, 620, 621.

⁴ *Swallow*, JIBL 1997, 228, 238; zur Auswirkungen der technologischen Entwicklung auf die Anleger vgl. *Coffee*, 52 Bus. Law. 1195, 1196 (1997).

⁵ *Fesco*, The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe (September 2000) 3.

⁶ Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte und zur Änderung

Für den Privatanleger mag der Handel an außerbörslichen Handelsplattformen bislang noch nicht so attraktiv sein, da die Investition in börsennotierte Unternehmen den Vorteil bietet, ein Investment bei schlechter Entwicklung schnell über die Börse wieder abstoßen zu können.⁷ Weiterhin steht Privatanlegern bislang der Zugang zu Alternativen Handelssystemen nur sehr beschränkt offen. Das Entstehen Alternativer Handelssysteme ist jedoch ein bedeutender Teil des Wandlungsprozesses, der die Kapitalmärkte zur Zeit ergreift. Auch wenn Alternative Handelssysteme in Europa und auch in Deutschland noch nicht die gleiche Bedeutung wie in den USA erlangt haben⁸, so bestanden dennoch im Jahre 2000 bereits 27 außerbörsliche Handelssysteme mit Marktplatzfunktion, darunter 16 in Großbritannien und 6 in Deutschland.⁹

I. Gründe für das Entstehen Alternativer Handelssysteme

Hintergrund für die Entwicklung elektronischer Handelssysteme und die Umstrukturierungen zahlreicher Wertpapierhandelsplätzen ist die Internationalisierung der Finanzmärkte und die vielfältigen Deregulierungsbestrebungen. Hinzu kommen die Welle sog. Finanzinnovationen und die atemberaubende Entwicklung der Kommunikationstechniken. Es entwickelte sich deshalb in den letzten Jahren zunehmend ein weltumspannender Binnenmarkt mit einem weitgehend liberalisierten Wertpapier- und Kapitalverkehr und einem Handel rund um die Uhr.¹⁰ Insbesondere die rasante Entwicklung der Informations- und Kommunikationstechnologie hatte und hat erhebliche Auswirkungen auf den Wertpapierhandel im allgemeinen und denjenigen an Börsen im speziellen.¹¹ Die Verbreitung und Verbesserung der I&K-Technologie sorgt für eine stetig wachsende Vernetzung der Finanzplätze, durch die eine Abwanderung von ineffizient regulierten Märkten zumindest für professionelle Investoren heute ohne eine nennenswerte Steigerung der Transaktionskosten möglich ist.¹² Die Unzufriedenheit dieser professionellen Investoren mit der Preisqualität, Effizienz, Schnelligkeit und den Kosten

der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19.11.2002, KOM(2002) 625 endgültig, S. 10; die Angaben gelten jedoch nur für Alternative Handelssysteme mit Marktplatzfunktion.

⁷ Kruse, WM 2003, 1843.

⁸ Spindler, WM 2002, 1325, 1328; Neubauer, Die Bank 2001, 104, 107.

⁹ Angaben nach FESCO, The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe (September 2000) 6.

¹⁰ Kindermann, WM 1989, Beilage Nr. 2, 2; Schwark, WM 1997, 293.

¹¹ Beck, WM 1998, 417, 418; Swallow, JIBL 1997, 228, 238; hierzu auch Prechtel (2001) 1.

¹² Hopt/Baum, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform (1997) 307 f.

der traditionellen Börsenmärkte ist ein weiterer Grund für die Entstehung und den wachsenden Erfolg Alternativer Handelssysteme.¹³

Dieser rasante Fortschritt hat nicht nur die Art und Weise verändert, in der Nachrichten übermittelt werden, auch die Funktionsweise von Märkten wurde maßgeblich beeinflusst. So findet zunehmend Wertpapierhandel ohne die Zuhilfenahme von Marktzugangsintermediären statt; ein Vorgang, der als Disintermediation bezeichnet wird. Diese Entwicklung zwingt auf der einen Seite bestehende Märkte dazu, sich zu verändern, auf der anderen Seite entstehen gänzlich neue Marktformen, so auch die privaten Handelssysteme im Wertpapierbereich.¹⁴

Zudem sind die Globalisierung von Kapitalanlage und Kapitalaufnahme die unmittelbare, ein deutlich gesteigener Wettbewerbsdruck für die nationalen Regulatoren die mittelbare Folge. Der technische Wandel stellt tradierte Strukturen jedoch nicht nur durch den internationalen Wettbewerb in Frage, sondern schafft auch innerhalb der jeweiligen nationalen Märkte Veränderungsdruck, indem er neue Formen des Wettbewerbs ermöglicht. Die geschilderte Koexistenz, aber auch zunehmende Konkurrenz von Alternativen Handelssystemen und etablierten Börsen und die zunehmende Disintermediation sind nur ein Beispiel hierfür. Gleichzeitig bringen die neuen Handelstechnologien Fragen hinsichtlich der Regulierung von neuen wie traditionellen Marktplätzen mit sich.¹⁵

II. Die Bedeutung einer effizienten Kapitalmarktregulierung

Die Anforderungen an eine Regulierung von Handelssystemen sind vielfältig. Einerseits hat der Gesetzgeber eine hinreichende regulatorische Flexibilität zu gewährleisten, um Innovationen nicht zu verhindern, andererseits hat er neuen und alten Risiken Rechnung zu tragen.¹⁶ Die Wichtigkeit einer effizienten Regulierung erschließt sich insbesondere anhand der wirtschaftlichen Bedeutung des Kapitalmarktes.

So sind zum einen für Fortschritt in Wirtschaft und Gesellschaft Unternehmen notwendig, die erfolversprechende Ideen entwickeln, in brauchbare Produkte und Dienstleistungen umsetzen und sie am Markt anbieten. Um diesen Prozess in Gang zu setzen und erfolgreich abzuschließen, bedarf es eines Investitionsaufwandes, wofür Kapital benötigt wird, das gerade

¹³ *Schlüter* (2000) 22.

¹⁴ v. *Rosen*, *Kreditwesen* 1994, 1213.

¹⁵ *Macey/O'Hara*, 28 *Journal of Legal Studies* 17 (1999).

¹⁶ *Hopt/Baum*, in: *Hopt/Rudolph/Baum*, *Börsenreform* (1997) 307 f.; hierzu auch *FESCO*, *Proposed Standards for Alternative Trading Systems* (Juni 2001) 5.