



Projektbericht

Notwendigkeit zur Reform des ordnungspolitischen Rahmens für den Wertpapierhandel

Auftraggeber:

Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e.V.

Stuttgart Financial

Börsenstraße 4

70174 Stuttgart

Walter Eucken Institut

Goethestraße 10

D-79100 Freiburg

Tel.: +49 (0) 761–790 97 0

Fax.: +49 (0) 761–790 97 97

E-Mail: wei-freiburg@eucken.de

Web: www.eucken.de

Impressum

■ Vorstand des Walter Eucken Instituts

Prof. Dr. Lars P. Feld

Prof. Dr. Wernhard Möschel

Prof. Dr. Viktor J. Vanberg

■ Kuratorium

Dr. Gerhard Kempter (Vorsitzender)

Dr. Karen Horn (stellvertretende Vorsitzende)

Prof. Dr. Günther Knieps

Prof. Dr. Wolfgang Kerber

Prof. Burkart Knospe

Prof. Dr. Christoph A. Schaltegger

Prof. Dr. Dr. h. c. Hans-Jochen Schiewer, Rektor der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg

Konstantin Schwab, Ministerium für Wissenschaft, Forschung und Kunst Baden-Württemberg

■ Walter Eucken Institut Projektbericht

Herausgeber:

Walter Eucken Institut e.V.

Goethestraße 10, 79100 Freiburg, Germany

Tel. +49 761–790 97 0, Fax +49 761–790 97 97, E-mail: wei-freiburg@eucken.de

Alle Rechte vorbehalten. Freiburg 2016

Schriftleitung: Prof. Dr. Lars P. Feld

Notwendigkeit zur Reform des ordnungspolitischen Rahmens für den Wertpapierhandel

Projekt im Auftrag der Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e.V.

Stuttgart Financial

■ Projektteam

Prof. Dr. Lars P. Feld

Dr. Benedikt Fritz

Dr. Ekkehard Köhler

Dipl.-Volksw. Daniel Nientiedt

Inhalt

Management Summary zur <i>Analyse des ordnungspolitischen Rahmens des Wertpapierhandels</i>	I – II
1. Projektskizze	S. 1
1.1 Fragestellung	S. 1
1.2 Grundsätzliche Überlegungen zur Regulierung des außerbörslichen Wertpapierhandels	S. 1
2. Eine ordnungspolitische Perspektive der Finanzmarktregulierung	S. 4
2.1 Die ordnungspolitische Perspektive	S. 4
2.2 Normative Grundlagen der Regulierung	S. 7
2.3 Ordoliberaler Wirtschaftspolitik: Die Wettbewerbsordnung	S. 9
2.3.1 Die konstituierenden Prinzipien	S. 10
2.3.2 Die regulierenden Prinzipien	S. 13
2.4 Übertragung auf die Finanzmarktregulierung	S. 15
2.4.1 Preisfeststellung	S. 15
2.4.2 Marktzugang	S. 17
2.4.3 Stabilität des Finanzsystems	S. 18
3. Entwicklung und Stand der Börsenregulierung	S. 20
4. Aktuelle (Fehl-)Entwicklungen an den Finanzmärkten: Börsenpreisfeststellung im Wandel	S. 25
4.1 Herausforderungen der Preisfeststellung	S. 26
4.1.1 Fragmentierung und effiziente Preisbildung, ein Widerspruch?	S. 26
4.1.2 Verhindern Dark Pools eine effiziente Preisfeststellung?	S. 29
4.1.3 Hochfrequenzhandel und effiziente Preisfeststellung	S. 31
4.2 Inwiefern besteht ein Konflikt zwischen außerbörslichem Handel und dem öffentlichen Interesse?	S. 34
4.3 Die Reaktion des Gesetzgebers	S. 36
4.3.1 Fragmentierung des Börsenhandels	S. 36
4.3.2 Die Regulierung des Hochfrequenzhandels	S. 40
4.4 Eine ordnungspolitische Bewertung	S. 42
5. Zusammenfassung	S. 46
6. Thesen zur Reform der Börse aus ordnungspolitischer Perspektive	S. 50
Literaturverzeichnis	S. 52

Ein funktionierender Finanzmarkt zeichnet sich durch eine effiziente und transparente Preisfeststellung aus. Diese Eigenschaften liegen im Interesse der Allgemeinheit. Der Gesetzgeber tut gut daran, die Ordnung der Finanzmärkte im Allgemeinen und deren Regulierung und Aufsicht im Besonderen fortwährend auf die Erreichung dieser Eigenschaften hin zu überprüfen. Die vorliegende Studie diskutiert den Reformbedarf der Finanzmarktordnung nicht erschöpfend. Es werden am Beispiel der Fragmentierung der Finanzmärkte und entlang der Diskussion des Hochfrequenzhandels zwei Bereiche herausgegriffen und entlang von wissenschaftlichen Studien diskutiert.

Wir stellen fest, dass eine **Fragmentierung** auf den Finanzmärkten stattgefunden hat, die dadurch gekennzeichnet ist, dass Handelsvolumina zunehmend weg von den Börsen und hin zu börsenähnlichen Handelsplattformen verlagert werden. Außerdem zeigt sich, dass ein zunehmender Anteil des Handelsvolumens durch **Hochfrequenzhandel** zustande kommt. Diese Studie verdeutlicht, dass diese Entwicklungen vor allem dann die Markttransparenz einschränken, wenn Informationen nicht öffentlich bereitgestellt werden. Insbesondere kann dies

- die Chancengleichheit zu Lasten der privaten Anleger beeinträchtigen, sofern große Händler abseits der regulierten Märkte handeln und ihren Informationspflichten nicht gerecht werden;
- Informationsasymmetrien hervorrufen, sofern die Abwanderung in unregulierte Märkte wie „Dark Pools“ weiter zunimmt, und
- die Sicherstellung einer effizienten Preisfeststellung gefährden.

Akuter **Handlungsbedarf** besteht für den Gesetzgeber vor allem in Bezug auf den letztgenannten Punkt, die **Sicherstellung** einer **effizienten Preisfeststellung**, die hauptsächlich durch die Diskrepanz der regulatorischen Vorgaben für den börslichen und außerbörslichen Handel sowie die dadurch bedingte Fragmentierung gefährdet ist. Eine der wichtigsten Erkenntnisse aus der Finanzmarktkrise besteht darin, dass das intransparente Zustandekommen von Marktpreisen fernab der regulierten Märkte eine Gefahr für die gesamte Finanzmarktstabilität darstellen kann.

Damit der börslich festgestellte Preis seine Funktion als quasi-öffentliches Gut (aufgrund seiner Informationsfunktion) in vollem Umfang erfüllen kann, ist eine Angleichung der Regulierung börslicher und außerbörslicher Handelsplattformen in Erwägung zu ziehen.

Weil der **Hochfrequenzhandel** durch institutionelle und nicht durch private Anleger betrieben wird und der Einsatz von Hochleistungsrechnern einen relativen Geschwindigkeitsvorteil ermöglicht, kann ein **Vermögenstransfer zugunsten der Hochfrequenzhändler** stattfinden.

Vor diesem Hintergrund ist es zu begrüßen, dass im Bereich der **Regulierung des Hochfrequenzhandels** erste Versuche unternommen wurden, die negativen Folgen dieser damit verbundenen Handelsstrategien abzumildern (bspw. die Anerkennung des sog. „quote stuffing“ als Marktmissbrauch oder die Erlaubnis zur Anpassung der Gebührenstruktur an die Intensität der Nutzung der Handelssysteme). Trotzdem besteht weiterer Handlungsbedarf v.a. darin, den „*Transfer von den Langsamem zu den Schnellen*“ (S. 46) zu begrenzen.

Der Trend zur **Fragmentierung des Handels**, wonach Wertpapiere zunehmend an anderen – nicht zuletzt außerbörslichen Handelsplätzen – und nicht mehr nur an ihrem ursprünglichen Emissionsort gehandelt werden, ist seit den 1980er Jahren zu beobachten und wurde zuletzt im Jahr 2007 durch den Gesetzgeber im Rahmen der MiFID-Regelungen zusätzlich unterstützt. Mit den EU-weit gültigen Vorschriften wurde u.a. der Börsenvorrang und -zwang zugunsten außerbörslicher Handelsplattformen aufgehoben. Findet überdies eine Verlagerung der Handelsaufträge auf unregulierte außerbörsliche Plattformen wie in die sog. **Dark Pools** statt, ist die **Effizienz der Preisfindung beeinträchtigt**. Dort werden Orders – anders als an einem regulierten Markt – anonym und für die Öffentlichkeit nicht sichtbar abgewickelt. Außerdem **fehlt** die notwendige **Transparenz** in der Preissetzung, weil stattdessen der an der Börse gebildete Preis als Referenzwert für den Handel in Dark Pools genutzt wird (derivative Preissetzung): Damit wird zwar nicht der Austausch von Wertpapieren beeinträchtigt, es findet jedoch in Bezug auf das Ordervolumen in Dark Pools weder eine Informationsverarbeitung statt, noch erfüllen die dortigen Preise ihre Informationsfunktion im Sinne eines Signals bzgl. der (neuen, fundamentalen) Informationslage im Markt. Mit einer Verlagerung von Handelsvolumina weg von den regulierten Märkten (und hin zu z.B. Dark Pools) werden dem Markt wichtige Information entzogen. Die dadurch bedingte Entstehung von **Informationsasymmetrien** lässt sich empirisch zeigen und ist nicht zuletzt deshalb als problematisch einzustufen, weil längst nicht alle Marktteilnehmer Zugang zum Handel an Dark Pools haben. Diese **Diskriminierung** findet zu Lasten **privater Anleger** statt, weil die Vorteile der Dark Pools (v.a. die dortige Anonymität im Handel) nur einseitig durch die institutionellen Anleger ausgenutzt werden. Private Anleger sind in Dark Pools nämlich nicht aktiv.

Aufgrund der Beobachtung, dass der börsliche Marktpreis seiner Rolle als verlässliches Signal für die Anleger zunehmend weniger gerecht wird, besteht konkreter Regulierungsbedarf. Es droht die Gefahr, sofern weiterhin keine einheitliche Regulierung für den börslichen und unregulierten außerbörslichen Handel etabliert wird, dass „*die Börse ihrem öffentlichen Auftrag nicht mehr nachkommen*“ (S. 37) kann und die außerbörslich festgestellten Preise aufgrund der genannten Verzerrungen keine Informationsfunktion erfüllen können. Vor dem Hintergrund des Anlegerschutzes besteht in Bezug auf die zunehmende **Fragmentierung des Handels** **Regulierungsbedarf**: So muss einerseits verhindert werden, dass etwa institutionelle Marktteilnehmer durch das Ausweichen auf unregulierte Handelsplätze bewusst geschaffene Informationsasymmetrien einseitig zu Ungunsten der übrigen Marktteilnehmer ausnutzen können. Die Begrenzung des Anteils des Handels in Dark Pools durch MiFID II und MiFIR ist daher sehr zu begrüßen.

1. Einleitung

1.1 Fragestellung

Die vorliegende Studie liefert eine Analyse des ordnungspolitischen Rahmens des Wertpapierhandels in drei Schritten: In einem ersten Schritt werden die ordnungspolitischen Grundlagen für funktionierende Finanzmärkte unter besonderer Berücksichtigung der Preisfeststellung erarbeitet. Welche Voraussetzungen sind für ein funktionsfähiges Preissystem zwingend? Wie sind diese Voraussetzungen auf den Finanzmarkt zu übertragen und welche Ideen kann hierzu eine ordnungspolitische Perspektive beitragen? Diese Kernfragen, die zugleich im Mittelpunkt des Ansatzes der Freiburger Schule stehen, bilden den ordnungspolitischen Schwerpunkt der Analyse.

In einem zweiten Schritt werden die Rechtsgrundlagen auf nationaler und europäischer Ebene im Zeitablauf dargestellt. Veränderungen in der Rechtsprechung und in der Regulierungspraxis werden in einem historischen Überblick beschrieben und dann mit der Regulierung vor der Finanzkrise sowie vor der Phase der Deregulierung verglichen. In einem dritten Schritt wird eine ordnungspolitische Analyse der aktuellen Entwicklungen an den Finanzmärkten sowie deren Regulierung zur Preisfeststellung auf der Grundlage der im ersten Schritt gewonnenen Erkenntnisse geliefert. Es wird herausgearbeitet, inwiefern ein Re-Regulierungsbedarf aus (ordnungs-) ökonomischer Sicht vorliegt.

1.2 Grundsätzliche Überlegungen zur Regulierung des außerbörslichen Wertpapierhandels

Risiken, die von Finanzinstrumenten ausgehen, sind nicht allein von deren zugrundeliegender Struktur oder von Fundamentalfaktoren bestimmt. Sie hängen vielmehr in erheblichem Maße von der Regulierung der Handelsplattformen ab, auf denen Wertpapiere gehandelt werden (Financial Stability Board 2011, 2013).

Regulierte Finanzmärkte allgemein, also ebenfalls Wertpapierbörsen, zeichnen sich dadurch aus, dass die Richtlinien für den Marktzutritt und die Zulassung von

Wertpapieren vom Gesetzgeber erlassen werden. Dabei werden Grundsätze eines diskriminierungsfreien Marktzugangs, einer neutralen Preisermittlung und der Handelsbetriebspflicht von unabhängigen Institutionen überwacht.

Im Vergleich zu diesen gesetzlich regulierten Märkten ist das Zustandekommen von Marktpreisen auf außerbörslichen Handelsplattformen („Schattenmärkte“ und sogenannte „Dark Pools“) weniger transparent. Wertpapiere werden nicht oder nur unzureichend erfasst. Es bestehen keine Informationspflichten seitens der Betreiber über Ordervolumen, Marktpreise und Umsätze. Damit kann die Preisbildung nur unzureichend überwacht werden.

Letzteres ist seit der Finanzkrise von besonderer Bedeutung für die Finanzmarktstabilität. Empirische Untersuchungen zeigen, dass außerbörsliche Handelsplätze über ein hohes Liquiditätsschöpfungspotential verfügen, das – wie im Vorfeld der Finanzkrise von 2007/2008 – nur unzureichend bekannt, aber von hoher „systemischer“ Relevanz ist (Adrian und Shin 2009). Da „marktbasierter Liquidität“ (Adrian 2014) unbeobachtet entsteht und im Falle eines Schocks Unsicherheit verursacht, ist die Erfassung und Beobachtung von Marktpreisen an außerbörslichen Handelsplätzen erforderlich. Überdies hat seit dem Ausbruch der Finanzkrise eine weitere Verlagerung von Handelsumsätzen aus den regulierten Märkten in die „Dark Pools“ stattgefunden. Daher ist zu überprüfen, ob eine stärkere Regulierung von außerbörslichen Handelsplattformen anzumahnen ist.

Die ordnungsökonomische Perspektive bietet sich zur Diskussion dieser Fragestellung aus mehreren Gründen an. Erstens stellt sie den Bürger in den Mittelpunkt ihres Erkenntnisinteresses und fragt damit nach Regeländerungen, welche die Bürger in ihrer Gesamtheit besserstellen. Zweitens wurde sie in Antwort auf die Krisen der 1930er Jahre entwickelt. Weil diese durch eine Finanz- und Bankenkrise ausgelöst wurden, macht es Sinn, nach Parallelen zu suchen sowie insbesondere die alternative Antwort der Ordnungsökonomik herauszuarbeiten. Drittens betont die Ordnungsökonomik die Bedeutung eines geordneten krisenüberdauernden Regelrahmens und nimmt so stärker die lange Frist in den Blick. Viertens steht die Herstellung eines funktionsfähigen Preissystems im Mittelpunkt der ordnungspolitischen Konzeption für eine Wettbewerbsordnung.

Die Studie ist wie folgt aufgebaut. Im zweiten Kapitel wird die ordnungspolitische Perspektive unter Rückgriff auf die klassischen Beiträge der Freiburger Schule entwickelt und anschließend auf die Finanzmarktregulierung angewandt. Dabei wird auch nach dem normativen Bezugsrahmen gefragt, der mit dieser Perspektive verbunden ist. Im dritten Kapitel werden die jüngere Geschichte und der derzeitige Stand der Börsenregulierung dargestellt. Im vierten Kapitel werden aktuelle Entwicklungen auf den Finanzmärkten vom Standpunkt der Ordnungsökonomik aus analysiert. Das abschließende fünfte Kapitel fasst die Ergebnisse der Studie zusammen.

2. Eine ordnungspolitische Perspektive der Finanzmarktregulierung

2.1 Die ordnungspolitische Perspektive

Kennzeichnend für eine ordnungspolitische Betrachtungsweise ist die Unterscheidung verschiedener Ansatzpunkte von wirtschaftspolitischen Maßnahmen. Im Rahmen der Ordnungspolitik legt der Staat die grundsätzlichen „Spielregeln“ des Wirtschaftsprozesses fest. Dabei ist primär die Gestaltung der rechtlichen und institutionellen Rahmenbedingungen wirtschaftlichen Handelns das Ziel. Ordnungspolitik ist darauf ausgerichtet, gesellschaftlich wünschenswerte Ergebnismuster herbeizuführen, nicht aber spezifische Ergebnisse. Vielmehr sollen die handelnden Individuen innerhalb bestimmter allgemeiner Regeln ihre eigenen Ziele verfolgen können (Eucken 1952/2004, S. 242). Bei der Prozesspolitik greift der Staat hingegen direkt in den laufenden Wirtschaftsprozess ein.

Die Frage, ob wirtschaftspolitische Maßnahmen primär auf den Regelrahmen (die Wirtschaftsverfassung) abzielen oder in den Wirtschaftsprozess eingreifen sollen, ist von verschiedenen Denkschulen unterschiedlich beantwortet worden. So liefern etwa keynesianische Ansätze in der Makroökonomik theoretische Begründungen für prozesspolitische Maßnahmen. Dies liegt unter anderem darin begründet, dass sie die Fähigkeiten der politischen Entscheidungsträger zur Implementierung einer im Zeitablauf effizienten Politik sehr optimistisch einschätzen. Befürworter der Ordnungspolitik sind im Gegensatz dazu eher skeptisch und plädieren stattdessen für eine auf den Ordnungsrahmen der Märkte ausgerichtete Wirtschaftspolitik, die sich diskretionärer Eingriffe in den Marktprozess weitgehend enthält.

Diese Haltung steht in engem Zusammenhang mit der Entstehung des ordnungspolitischen Ansatzes in den 1930er Jahren. Er kann auf die sogenannte Freiburger Schule zurückgeführt werden, ein interdisziplinär ausgerichtetes Forschungsprogramm an der Universität Freiburg, das von dem Nationalökonom Walter Eucken sowie den Juristen Franz Böhm und Hans Großmann-Doerth begründet

wurde. Gemeinsamer Ausgangspunkt war die Beobachtung der krisenhaften wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen der späten Weimarer Republik und die damit verbundene Frage, wie eine stabile Wirtschaftsordnung errichtet werden könne. Für die Wünschbarkeit gesellschaftlicher Ordnungen wurden zwei Kriterien herangezogen. Diese sollten sowohl materiellen Wohlstand ermöglichen als auch individuelle Freiheit sichern.

Die Kritik an der Wirtschaftspolitik der Weimarer Republik entzündete sich vor allem an staatlichen Eingriffen zugunsten von Sonderinteressen. In seinem Aufsatz „Staatliche Strukturwandlungen und die Krisis des Kapitalismus“ charakterisierte Eucken die Weimarer Republik als einen interventionistischen „Wirtschaftsstaat“, dessen „Handlungen abhängig von dem Willen der wirtschaftlichen Gruppen [sind], denen er mehr und mehr als Werkzeug dient“ (Eucken 1932, S. 307). Euckens Ansicht nach begünstigte der Staat die Entstehung von Kartellen und anderen monopolistischen Marktpositionen und gefährdete damit den zentralen Steuerungsmechanismus einer Marktwirtschaft, nämlich das Preissystem. Statt von Preisen wurde, so Eucken, der Produktions- und Verteilungsprozess „von den Zufälligkeiten politischer Machtgruppierungen“ (ebd., S. 309) bestimmt. Eucken betonte, dass eine solche Wirtschaftsordnung der wohlfahrtsfördernden Entfaltung ökonomischer Kräfte entgegenwirkt. Er entwickelte deshalb das Konzept einer Ordnungspolitik, die dem Staat die Aufgabe zuweist, eine funktionsfähige Wirtschaftsverfassung zu etablieren. Dieser Staat „muss kraft klarer Ordnungsprinzipien [...] dafür sorgen, daß die selbstverantwortliche Tätigkeit des Einzelnen nicht zu einem Gegeneinander und Nebeneinander der Kräfte, sondern zum Nutzen der Gesamtheit im Rahmen einer wirklichen Ordnung der Wirtschaft erfolgt“ (Eucken 1938, S. 80).

Damit kann Eucken jenen „neoliberalen“ Denkern zugeordnet werden, die den wirtschaftlichen Liberalismus durch eine Neudefinition der Rolle des Staates reformieren wollten. Eine der frühesten Forderungen nach einem neuen Liberalismus ist Alexander Rüstows Rede vor Mitgliedern des Vereins für Socialpolitik im Jahr 1932. Hier erklärt Rüstow, dass „die bloße Garantie der Marktfreiheit, die Garantie fairer Konkurrenz mit gleichen Spielregeln für alle, einen starken Staat [erfordert], der über den Gruppen, über den Interessenten steht, einen Staat, der sich aus der Verstrickung mit den Wirtschaftsinteressen, wenn er in sie hineingeraten ist, wieder herauslöst. Und

gerade [...] diese Selbstbeschränkung [...] ist Voraussetzung und Ausdruck seiner Unabhängigkeit und Stärke“ (Rüstow 1932/1963, S. 257). Auch der neue Liberalismus sah sich der Freiheit des Individuums verpflichtet; aber im Gegensatz zu den liberalen Denkern des 19. Jahrhunderts waren die deutschen Neoliberalen überzeugt, dass individuelle Freiheit einen Staat benötigt, der die Grundprinzipien der Wirtschaftsverfassung gegen die Vertreter von Partikularinteressen durchsetzt. Für Rüstow und andere stellte der neue Liberalismus damit einen „dritten Weg“ zwischen dem „entgrenzten Kapitalismus“ des 19. Jahrhunderts einerseits und der Planwirtschaft des Sozialismus andererseits dar. Zusammen mit den Ideen der Freiburger Schule wurde dieser neue Liberalismus als „Ordoliberalismus“ bekannt.

Die Notwendigkeit eines Ordnungsrahmens für die Wirtschaft ergab sich für die Mitglieder der Freiburger Schule insbesondere aus dem Problem privater wirtschaftlicher Macht. Dieser Begriff meint die Möglichkeit Einzelner, der jeweiligen Marktgegenseite Preise oder Bedingungen wirtschaftlicher Transaktionen zu diktieren. Die Erklärung für wirtschaftliche Machtpositionen fanden die Freiburger in der Analyse der Marktformen. So legte Eucken in seinem Werk „Die Grundlagen der Nationalökonomie“ dar, dass Machtstellungen umso stärker sind, je mehr sich die Marktform dem Monopol annähert (Eucken 1940/1989, S. 196-205). Als Steuerungsideal des freien Marktes wurde dagegen das Prinzip der Konsumentensouveränität identifiziert: Böhm argumentierte, dass nicht die Interessen der Gewerbetreibenden, sondern vielmehr die Wünsche der großen Zahl der Konsumenten den Markt lenken sollen. Damit fällt dem Staat vor allem die Aufgabe zu, Wettbewerb zu sichern und die Ausschaltung des Wettbewerbs durch private Akteure – z. B. Kartelle – zu verhindern (Böhm 1928, S. 38-41).

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die ordnungspolitische Perspektive keine grundsätzliche Skepsis gegenüber staatlichen Eingriffen bedeutet. Vielmehr betont sie die Vorzüge einer bestimmten Art von Wirtschaftspolitik, nämlich der Ordnungspolitik, die nicht auf die Verwirklichung bestimmter Marktergebnisse abzielt, sondern Rahmenbedingungen für eigenverantwortliches Verhalten der Wirtschaftssubjekte setzt. Prozesspolitische Eingriffe sollen nur dann stattfinden, wenn Märkte nicht hinreichend funktionieren – auch diese Möglichkeit wird im Rahmen des Eucken’schen Ansatzes ausdrücklich anerkannt (siehe Abschnitt 2.3.2). Den Vorrang der Ordnungspolitik

betont Eucken nicht zuletzt in Bezug auf die Regulierung von Finanzmärkten: „Wie aber sollte die Grenze der Staatstätigkeit gezogen werden? [...] Brauchbare Kapitalverkehrs-, Börsen- oder Hypothekengesetze vermögen die gesetzgebenden Organe des Staates zu erlassen, aber die unmittelbare Lenkung des Kapitalstroms übersteigt seine Fähigkeiten. Ob wenig oder mehr Staatstätigkeit – diese Frage geht am wesentlichen vorbei. Es handelt sich nicht um ein quantitatives, sondern um ein qualitatives Problem“ (Eucken 1952/2004, S. 336).

2.2 Normative Grundlagen der Regulierung

Die Freiburger waren sich der Tatsache bewusst, dass Zwang nicht nur von privaten Marktteilnehmern, sondern nicht zuletzt vom Staat ausgehen kann. Eine moderne Sichtweise auf das Konzept der Wirtschaftsverfassung muss daher fragen, welche Interessen bei der Ordnungswahl zur Geltung gebracht werden und wie bestehende Regeln verändert werden können (Feld und Köhler 2011). Einen entscheidenden Beitrag zu dieser Frage leistete die Zusammenführung des ordnungspolitischen Ansatzes mit der konstitutionellen Ökonomik (Vanberg 1988). Es wurde bereits gesagt, dass die Vertreter der traditionellen Ordnungsökonomik die Güte des marktwirtschaftlichen Prozesses am Kriterium der Konsumentensouveränität gemessen haben. Wie Viktor Vanberg zeigt, findet das Kriterium der Konsumentensouveränität auf dem Markt seine Entsprechung im Kriterium der Bürgersouveränität auf der Ebene politischer Entscheidungen.

Den Ausgangspunkt dieser Betrachtungsweise bildet die Primärdefinition von Demokratie im Sinne von John Rawls (1975). Während Sekundärdefinitionen von Demokratie bereits bestimmte institutionelle Charakteristika voraussetzen (z.B. das Mehrheitsprinzip), versteht Rawls ein demokratisches Gemeinwesen zunächst einmal „als ein Unternehmen der Zusammenarbeit zum gegenseitigen Vorteil“ (ibid, S. 105). Gemäß dieser Definition handelt es sich bei einem demokratischen Gemeinwesen um einen „mitgliederbestimmte[n] Verband, der dem wechselseitigen Vorteil seiner Mitglieder dienen soll, oder kurz, eine Bürgergenossenschaft“ (Vanberg, 2004, S. 118). Die Rawls'sche Primärdefinition von Demokratie macht den einzelnen Bürger zum Souverän des politischen Prozesses. Dementsprechend müssen die Institutionen eines

demokratischen Gemeinwesens daran gemessen werden, ob politische Entscheidungen die tatsächlichen Interessen der Mitglieder der Bürgergenossenschaft berücksichtigen. Die Reagibilität auf Bürgerinteressen wird als Bürgersouveränität bezeichnet (ibid, S. 120-122).

Die Parallele zur Rolle der Konsumenten besteht darin, dass im politischen Bereich ein Steuerungssystem geschaffen werden soll, das „die Politiker, also die ‚Produzenten von Politik‘, gegenüber den konsensfähigen Interessen der Bürger ähnlich reagibel macht, wie die marktliche Wettbewerbsordnung die Produzenten gegenüber den Konsumenten reagibel machen soll“ (Vanberg 1997, S. 724). Eine so verstandene Ordnungspolitik stellt die Bürger in den Mittelpunkt der Entscheidungsfindung und fragt nach Regeländerungen, die den konsensfähigen – d.h. gemeinsamen – konstitutionellen Interessen der betroffenen Individuen entsprechen. Wenn also theoretisch und empirisch gewonnene Erkenntnisse über die Funktionsweise von Finanzmärkten mit normativen Anforderungen an eben diese Märkte in Verbindung gebracht werden, so sucht der Ordnungsökonom nach derjenigen Ausgestaltung des Regelrahmens, die allen Bürgern nahegelegt werden kann.

Lassen sich normative Anforderungen an die Funktionsweise von Finanzmärkten formulieren, denen ein zufällig herausgegriffenes Mitglied der Gesellschaft zustimmen würde? Um diese Frage zu beantworten, muss die gesamtwirtschaftliche Funktion des Wertpapierhandels in den Blick genommen werden. Jens Weidmann (2014) unterscheidet dabei zwischen zwei verschiedenen wirtschaftlichen Gruppen, nämlich Anlegern und Emittenten.

Aus Perspektive der Anleger ermöglichen Kapitalmarktprodukte einer größeren Bevölkerungsschicht am Erfolg der Unternehmen teilzuhaben. Auch können Wertpapiere zur privaten Altersvorsorge benutzt werden. Eine besondere Bedeutung kommt dem Kapitalmarktsparen aufgrund der demographischen Entwicklung zu. Die derzeitige Niedrigzinssituation erhöht die Attraktivität von Kapitalmarktprodukten aus Anlegersicht zusätzlich. Für die Emittenten stellt der Kapitalmarkt hingegen ein Finanzierungsinstrument dar. Unternehmen beschaffen sich hier die Mittel, die sie für die Weiterentwicklung ihrer Geschäftstätigkeit benötigen. Die Investitionen der Unternehmen erhöhen u.a. die Nachfrage nach Arbeitskräften und führen auf diese

Weise zu positiven Wohlfahrtseffekten. Aber auch die Finanzierungssituation des Staates und seine Handlungsfähigkeit ist im hohen Maße von funktionsfähigen Märkten für Kapital abhängig – ein Zusammenhang, der insbesondere im Zuge der europäischen Staatsschuldenkrise sichtbar wurde.

Die von Weidmann geschilderte idealtypische Rolle von Finanzmärkten legt nahe, dass ihr Vorhandensein von äußerster Wichtigkeit für das Funktionieren einer modernen Volkswirtschaft ist – und dass die mit solchen Märkten verbundenen Vorteile für die gesamte Bevölkerung nutzbar gemacht werden können. Es darf daher angenommen werden, dass ein besonderes öffentliches Interesse an der Existenz von Finanzmärkten besteht.

Diese Bewertung ist allerdings davon abhängig, ob die Finanzmärkte die oben umrissene Funktion auch wirklich erfüllen. So hat sich etwa in der jüngsten Finanzkrise gezeigt, dass einzelne Finanzmarktakteure auch zu einer Belastung für die Allgemeinheit werden können. An genau diesem Punkt setzt die Regulierung und Aufsicht durch den Staat an: Sie soll sicherstellen, dass der Handel mit Wertpapieren jene „konsensfähigen“ Eigenschaften aufweist, die Weidmann beschreibt. Besonders wichtig ist dabei aus ordoliberaler Sicht die Regulierung der Rahmenordnung, innerhalb derer Angebot und Nachfrage zueinander finden, nämlich die Regulierung der Handelsplätze selbst.

2.3 Ordolibérale Wirtschaftspolitik: Die Wettbewerbsordnung

Es wurde bereits geschildert, dass der Ordoliberalismus wirtschaftspolitische Maßnahmen vor allem danach bewertet, ob sie auf die Gestaltung des Ordnungsrahmens gerichtet sind oder direkt in den Wirtschaftsprozess eingreifen. Für die Vertreter dieses Ansatzes zeichnet sich gute Wirtschaftspolitik vor allem dadurch aus, dass sie den Marktteilnehmern – innerhalb allgemeiner und verbindlicher Regeln – möglichst weitgehende Handlungsoptionen einräumt.

Diese Perspektive ist nun zu konkretisieren. Eucken war ein Wissenschaftler, der nicht bei der Theorie verharren wollte. Er warnte davor, „die volle, unmittelbare Anschauung der Dinge zu verlieren“ und zeigte sich kritisch gegenüber den „inhaltsleere[n]

Begriffsschemen“ mancher Nationalökonomien (Eucken 1940/1989, S. 1). Entsprechend machte er es sich zur Aufgabe, ein positives Programm der Wirtschaftspolitik zu entwerfen. In dem posthum erschienenen Werk „Grundsätze der Wirtschaftspolitik“ (1952/2004) stellt Eucken dar, wie der Aufbau einer „funktionsfähigen und menschenwürdigen Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft“ (ibid, S. 369) gelingen kann.

Diejenige Wirtschaftsordnung, die materiellen Wohlstand und individuelle Freiheit am besten zu sichern vermag, wird als Wettbewerbsordnung bezeichnet. Bereits der Name deutet an, dass in einer solchen Ordnung die Lenkung des Wirtschaftsprozesses den dezentralen Entscheidungen der Konsumenten überlassen werden soll. Hergestellt wird die Wettbewerbsordnung durch die Befolgung der „konstituierenden Prinzipien“, während die „regulierenden Prinzipien“ ihre Funktionsfähigkeit garantieren.

2.3.1 Die konstituierenden Prinzipien

1) Das Grundprinzip

Das wirtschaftsverfassungsrechtliche Grundprinzip ist die Herstellung eines funktionsfähigen Preissystems unter Wettbewerbsbedingungen; es soll bei jeder wirtschaftspolitischen Maßnahme zur Anwendung kommen. Die nachfolgenden sechs Prinzipien leiten sich daraus ab (ibid, S. 254-255). Damit ist die Politik der Wettbewerbsordnung insgesamt darauf ausgerichtet, dass alle wirtschaftliche Aktivität über das Preissystem koordiniert wird: Preise sollen Informationen über die relative Knappheit von Gütern vermitteln und so die Grundlage für die individuellen Entscheidungen der Marktteilnehmer bilden. Dieser Mechanismus ist nicht auf Konsumgüter beschränkt, sondern erstreckt sich auf Investitionen: Ebenso wie die Güterproduktion dem Einfluss der Konsumenten unterliegt, werden Art und Umfang der Investitionen von den Sparern bestimmt (ibid, S. 163).

2) Primat der Währungspolitik

Unter den konstituierenden Prinzipien ist die Währungspolitik besonders hervorgehoben, denn: „Alle Bemühungen, eine Wettbewerbsordnung zu verwirklichen, sind umsonst, solange eine gewisse Stabilität des Geldwertes nicht gesichert ist“ (ibid, S. 256). Die Bedeutung der Geldwertstabilität ergibt sich aus der Tatsache, dass auf dem

freien Markt die Impulse für die Entwicklung des Wirtschaftsprozesses letztlich von den Preisen ausgehen. Veränderungen des Geldwerts – in Form von Inflation oder Deflation – gefährden diese Signalfunktion. Das Preisniveau soll deshalb über einen automatischen Mechanismus bestimmt werden, der die Währung vor politischem Einfluss schützt (ibid, S. 255-264).

3) Offene Märkte

Die künstliche Begrenzung von Angebot oder Nachfrage verringert das Ausmaß an Wettbewerb. Im Sinne der Wettbewerbsordnung sollen solche Beschränkungen daher abgebaut werden. Besonders offensichtlich ist der Abbau von Beschränkungen durch Einfuhrverbote und Zölle. Aber das Prinzip des freien Marktzugangs soll nicht nur auf internationaler Ebene, sondern insbesondere innerhalb der einzelnen Volkswirtschaften durchgesetzt werden. Dabei geht es um den Verzicht auf alle Abschließungsmaßnahmen, mit denen der Staat oder private Machtgruppen versuchen, Wettbewerb zu unterdrücken. Auf staatlicher Seite gehören dazu etwa Beschränkungen der Gewerbefreiheit oder Berufswahl, Investitionsverbote, Anbaubeschränkungen, Lizenzsysteme mit Bedarfsprüfungen, Preisbindungen sowie die Schaffung von gesetzlich geschützten Monopolen. Auf privater Seite sind vor allem Preisabsprachen und die Vergrößerung von Marktmacht durch wirtschaftliche Konzentration gemeint (ibid, S. 264-270).

4) Privateigentum

Privateigentum stellt eine Voraussetzung für die Wettbewerbsordnung dar, weil nur bei privater Verfügungsmacht die Handlungsfreiheit des Individuums sichergestellt werden kann. Ebenso bildet Privateigentum die Voraussetzung für die dezentrale Steuerung des Wirtschaftsprozesses. Allerdings ist die Wirkung von Verfügungsrechten abhängig vom sonstigen Charakter der Wirtschaftsordnung: Nur wenn Wettbewerb herrscht, kann davon ausgegangen werden, dass privates Eigentum Einzelner für die anderen Mitglieder einer Gesellschaft von Nutzen ist. Die Wettbewerbsordnung zwingt die Besitzer der Produktionsmittel dazu, diese verantwortlich und im Sinne der Gesellschaft einzusetzen (ibid, S. 270-275).

5) Vertragsfreiheit

Konkurrenz auf dem Markt erfordert, dass die Marktteilnehmer individuelle Verträge abschließen können; umgekehrt widerspricht die Lenkung des Wirtschaftsprozesses durch staatliche Verfügungen dem Prinzip der Konkurrenz. Vertragsfreiheit ist also für die Wettbewerbsordnung unentbehrlich. Gleichzeitig besteht die Gefahr, dass die Vertragsfreiheit benutzt wird, um die Freiheit anderer einzuschränken, etwa wenn ein Kartellvertrag die freie Wahl des Tauschpartners behindert. Deshalb gilt die Freiheit, Verträge abzuschließen, nur für solche Verträge, die dem freien Wettbewerb nicht entgegenstehen (ibid, S. 275-279).

6) Haftung

Im Grundsatz soll gelten: „Wer den Nutzen hat, muß auch den Schaden tragen“ (ibid, S. 279). Nur so kann sichergestellt werden, dass Unternehmen tatsächlich im Interesse der Konsumenten handeln. Denn die Belohnungs- oder Bestrafungsfunktion des Marktes erfordert, dass die einzelnen Akteure tatsächlich Verantwortung für die Konsequenzen ihrer Handlungen übernehmen. Ähnliches gilt für den Einsatz von Kapital: „Investitionen werden um so sorgfältiger gemacht, je mehr der Verantwortliche für diese Investitionen haftet“ (ibid, S. 280). Haftungsbeschränkungen im Gesellschaftsrecht sind vor diesem Hintergrund kritisch zu sehen. Wenn Verantwortung und Haftung auseinanderfallen, besteht die Gefahr, dass Einzelne die Risiken ihrer Entscheidungen der Allgemeinheit auferlegen (ibid, S. 279-285).

7) Konstanz der Wirtschaftspolitik

Die Wirtschaftspläne der Unternehmen richten sich nach den herrschenden Preisen und Marktverhältnissen. Aber sie berücksichtigen zudem Erwartungen über die zukünftige Entwicklung dieser Daten. Längerfristige Investitionsvorhaben erfordern daher eine gewisse Konstanz der Wirtschaftspolitik. Verlässliche Rahmenbedingungen sollen insbesondere in der Geld-, Fiskal- und Arbeitsmarktpolitik herrschen. Darüber hinaus soll der gesamte wirtschaftsverfassungsrechtliche Rahmen nur mit Vorsicht geändert werden. Eucken betont, dass nur eine stetige Wirtschaftspolitik geeignet ist, jene „Atmosphäre des Vertrauens“ zu erzeugen, die als Voraussetzung für das langfristig orientierte Verhalten aller Akteure gelten muss (ibid, S. 285-289).

2.3.2 Die regulierenden Prinzipien

Die konstituierenden Prinzipien sind als Vorschlag zu verstehen, wie der Staat einen Regelrahmen für fairen Wettbewerb schaffen kann. Eucken war sich allerdings bewusst, dass wettbewerblich organisierte Märkte unter bestimmten Umständen versagen können. Deshalb stellte er den konstituierenden Prinzipien vier regulierende Prinzipien zur Seite, die staatliche Eingriffe in den Wirtschaftsprozess rechtfertigen.

1) Monopolkontrolle

Selbst bei Einhaltung der oben genannten Prinzipien können Positionen wirtschaftlicher Macht entstehen, die mit den Grundsätzen der Wettbewerbsordnung unvereinbar sind. Dies gilt etwa für natürliche Monopole, die „systemgerecht“, d. h. aufgrund von bestimmten Kostenstrukturen zustande kommen. Neben ein Kartellverbot, das sich im Grundsatz bereits aus der Umsetzung des Prinzips der Vertragsfreiheit ergibt, soll daher eine staatliche Monopolbehörde treten, deren Ziel es ist, „die Träger wirtschaftlicher Macht zu einem Verhalten zu veranlassen, als ob vollständige Konkurrenz bestünde“ (ibid, S. 295). Eingriffe der Monopolbehörde können teilweise vermieden werden, indem die Wettbewerbspolitik des Staates prophylaktisch wirkt und die Bildung von Machtpositionen unattraktiv erscheinen lässt (ibid, S. 291-299).

2) Einkommenspolitik

Im Rahmen einer Wettbewerbsordnung kommt die Verteilung der Einkommen über den Marktmechanismus zustande. Eine effiziente Allokation von Ressourcen über den Marktprozess steht im Mittelpunkt des Interesses. Die daraus resultierende Verteilung von Einkommen ist nicht mit willkürlich gewählten, ergebnisorientierten Kriterien der sozialen Gerechtigkeit zu bewerten: Wenn die Spielregeln des Marktprozesses gerecht sind, dann gilt dies auch für das konkret daraus resultierende Verteilungsergebnis. Die Primärverteilung soll daher nur in begrenztem Maße korrigiert werden, nämlich um existenzsichernde Maßnahmen für die Bezieher geringer Einkommen bereitstellen zu können. Als Mittel zur Korrektur der Primärverteilung wird eine progressive Einkommenssteuer genannt. Das Nähere soll im Zuge des politischen Prozesses bestimmt werden (ibid, S. 300-301).

3) Wirtschaftsrechnung

Nicht immer fließen die Auswirkungen einer Handlung auf andere (unbeteiligte) Marktteilnehmer in das Nutzenkalkül des Individuums ein: Es ergibt sich eine Diskrepanz zwischen individueller Wirtschaftsrechnung und Gesamtinteresse. Als Standardbeispiel für solche externen Effekte können nicht über den Preismechanismus bewertete Umweltschäden gelten. Da es sich um eine Form des Marktversagens handelt, können staatliche Eingriffe in den Entscheidungsprozess des Unternehmens in diesem Fall gerechtfertigt sein (ibid, S. 301-303), sofern man dem Staat zutraut, eine Internalisierung externer Effekte tatsächlich hinreichend präzise zu gewährleisten.

4) Anormales Verhalten des Angebots

Auf dem Arbeitsmarkt ist es möglich, dass – entgegen der neoklassischen Theorie – ein Absinken der Löhne zu einer Ausweitung des Arbeitsangebots führt. Dies könnte beispielsweise der Fall sein, wenn das Einkommen einer Person durch eine Lohnsenkung nicht mehr zum Lebensunterhalt ausreicht und sie sich aufgrund der herrschenden Arbeitsnachfrage gezwungen sieht, mehr Arbeit anzubieten. Dann überwiegt der Einkommens- den Substitutionseffekt. Ein solches Angebotsverhalten könnte staatliche Eingriffe rechtfertigen; einschränkend wird hinzugefügt, dass die Bedeutung dieses Phänomens bei Einhaltung der anderen Prinzipien der Wettbewerbsordnung eher gering sein dürfte (ibid, S. 303-304).

Für Eucken waren die konstituierenden und regulierenden Prinzipien untrennbar miteinander verbunden: „Jedes einzelne Prinzip erhält nur im Rahmen des allgemeinen Bauplanes der Wettbewerbsordnung seinen Sinn“ (ibid, S. 304). Darüber hinaus besteht eine Interdependenz zwischen der Wirtschaftsordnung und anderen gesellschaftlichen Ordnungen. Beispielsweise kann die von der Wettbewerbsordnung garantierte wirtschaftliche Freiheit durch mangelnde politische Freiheit zunichte gemacht werden (ibid, S. 332-334). Rechtsstaatlichkeit, Gewaltenteilung und ein demokratisches Gemeinwesen unterstützen hingegen die Funktionsweise der Wettbewerbsordnung.

2.4 Übertragung auf die Finanzmarktregulierung

Wie lassen sich die ordnungspolitische Perspektive einerseits und die Prinzipien der Wettbewerbsordnung andererseits auf die Finanzmarktregulierung übertragen? Während Eucken bereits früh die Bedeutung des Kapitals für den Produktionsprozess und die Bedeutung des Sparens für die Kapitalbildung thematisierte (Eucken 1934/1954), befasste er sich nicht ausführlich mit jenen Märkten, die das Angebot von Ersparnissen und die Nachfrage nach ihnen zusammenführen. Tatsächlich spielte die Allokation von Kapital über organisierte Finanzmärkte bis in die 1970er Jahre in Deutschland eine eher untergeordnete Rolle (Schlesinger 1987). Entsprechend erhielten Regulierungsfragen der Finanzmärkte hierzulande lange nur geringe Aufmerksamkeit. Wenngleich Eucken keine konkreten Empfehlungen in diese Richtung abgegeben hat, so lassen sich doch die von ihm entwickelten Prinzipien für die Finanzmarktregulierung nutzbar machen. Diese „ordoliberalen“ Grundsätze für die Regulierung zielen auf drei unterschiedliche Aspekte des Finanzmarkts, nämlich Preisfeststellung, Marktzugang und Stabilität des Finanzsystems.

2.4.1 Preisfeststellung

Das von Eucken definierte wirtschaftsverfassungsrechtliche Grundprinzip ist die Herstellung eines funktionsfähigen Preissystems unter Wettbewerbsbedingungen. Preise werden dabei als Signale verstanden, welche „die gesamtwirtschaftlichen Knappheiten immer erneut und denkbar exakt anzeigen“ (Eucken 1952/2004, S. 162) und auf diese Weise die Einzelpläne der Individuen koordinieren. Euckens Perspektive hat Ähnlichkeiten mit der Auffassung Hayeks, der die Rolle des Preissystems in der Volkswirtschaft wie folgt beschreibt: „Das bedeutungsvollste an diesem System ist die Wirtschaftlichkeit, mit der es das Wissen ausnützt, d.h., wie wenig die einzelnen Teilnehmer zu wissen brauchen, um die richtige Handlung vornehmen zu können. In abgekürzter Form, durch eine Art von Symbol wird nur die wesentlichste Information weitergegeben [...]. Es ist nicht nur ein Gleichnis, wenn man das Preissystem als eine Art von Maschinerie zur Registrierung von Veränderungen bezeichnet, oder als ein System von Fernvermittlung, das die einzelnen Produzenten instand setzt [...] ihre Tätigkeit an Änderungen anzupassen, von denen sie nie mehr zu wissen brauchen, als sich in der Preisbewegung widerspiegelt“ (Hayek 1945, S. 65-66).

Die hier geschilderte Informationseffizienz von Preisen ist insbesondere in Bezug auf den Börsenpreis hervorgehoben worden. Wie Eugene Fama (1970) gezeigt hat, kann die Annahme, dass der Preis eines Wertpapiers bereits alle verfügbaren Informationen widerspiegelt, als gute Annäherung an die Realität gelten (sog. Effizienzmarkthypothese). Martin Hellwig (1982) betont, dass diese Annahme über die von Eucken und Hayek festgestellte Informationseffizienz auf Gütermärkten insofern hinausgeht, als dass Präferenzen für Wertpapiere in Abhängigkeit von Ertrags-erwartungen gebildet werden (S. 2, Fn 3). Gleichzeitig unterstreicht er die Vorstellung eines Kapitalmarkts als effizientes Informationssystem.

Die Frage ist allerdings, unter welchen Bedingungen der Börsenpreis diese Funktion erfüllt. Abweichungen von der Effizienzmarkthypothese stehen dabei im Zusammenhang mit Informationsasymmetrien zwischen den Marktteilnehmern (Fama 1970, S. 415-416). In Deutschland berücksichtigt der Gesetzgeber diese Problematik: Der Börsenpreis muss ordnungsgemäß zustande kommen und die tatsächliche Marktlage widerspiegeln; Preise und die zugrunde liegenden Umsätze müssen unverzüglich allen Marktteilnehmern bekannt gemacht werden (§ 24 BörsG). Ziel dieser Vorschriften ist offensichtlich eine neutrale Preisermittlung, die Transparenz und Chancengleichheit fördert. Der Informationsgehalt der Preise bleibt auf diese Weise gleichmäßig hoch.

Das Zustandekommen des Börsenpreises nach diesen Vorschriften entspricht also in vieler Hinsicht dem von Eucken vertretenen Ideal eines funktionsfähigen Preissystems. Regulierungsbestimmungen sollten darauf abzielen, Informationsasymmetrien auf den Finanzmärkten weiter abzubauen und die Funktionsweise des Preissystems zu stärken. Dabei ergeben sich prinzipiell zwei Möglichkeiten: Erstens können die Bestimmungen zur Börsenpreisfeststellung weiter verschärft werden; zweitens kann die Anwendung dieser Bestimmungen auf Bereiche ausgedehnt werden, in denen Preise bislang auf anderem Wege ermittelt werden. Dieser zweite Punkt ist bedeutsam, weil das Zustandekommen von Marktpreisen auf einigen außerbörslichen Handelsplattformen (und Bilateralen Plattformen, wie Broker Crossing Networks) nicht dem Börsengesetz unterliegen und daher weniger Transparenz und Sicherheit für die Marktteilnehmer bieten, etwa im Bereich des Derivatehandels (Admati und Hellwig 2014, S. 118-125).

Gleichzeitig werden Informationen über Transaktionen auf Schattenmärkten den Teilnehmern des regulierten Marktes vorenthalten und verringern so den Informationsgehalt der Preise (Europäische Kommission 2010, S. 22). Die Überwachung der Preisbildung auf außerbörslichen Handelsplattformen könnte daher die Rolle des Preises als verlässliches Signal für Anleger stärken.

2.4.2 Marktzugang

Ein wichtiger Aspekt der Wettbewerbsordnung ist die Offenheit der Märkte. Konkurrenz (oder potentielle Konkurrenz) hat eine disziplinierende Wirkung auf die Marktteilnehmer im entsprechenden Markt und sorgt dafür, dass sich das Angebot langfristig an den Wünschen der Kunden orientiert. Im Fall der Finanzmärkte bedeutet dies, dass offene Märkte erwarten lassen, dass das Kapital der Anleger in seine bestmögliche Verwendung gelenkt wird.

Bei der Implementierung dieses Prinzips kann zwischen einer nationalen und einer internationalen Betrachtungsweise unterschieden werden. Die Globalisierung des Finanzmarktes ist aus der Eucken'schen Perspektive ausdrücklich zu begrüßen: Weltweite Anlagemöglichkeiten bedeuten eine verbesserte Allokationseffizienz des Marktes und brechen lokale Machtpositionen auf. Auf der anderen Seite besteht die Gefahr eines Deregulierungswettbewerbs, der die Wirtschaftsverfassung einzelner Staaten aushöhlt. Zudem haben systemische Risiken häufig globalen Charakter (Sachverständigenrat 2014, S. 197). Aus ordnungspolitischer Sicht ist daher ein gewisses Maß an internationaler Zusammenarbeit unerlässlich, die Aufsichtskompetenzen bündelt und gemeinsame Standards etabliert. Langfristiges Ziel sollte die Schaffung eines internationalen Ordnungsrahmens für die Finanzaufsicht sein.

Auf der nationalen Ebene ergeben sich aus dem Prinzip offener Märkte zwei Konsequenzen. Zunächst stellt die Börse eine Marktveranstaltung im öffentlichen Interesse dar, bei der Anbieter und Nachfrager von Finanzprodukten zusammengebracht werden. Dem Eucken'schen Prinzip folgend muss der diskriminierungsfreie Zugang für Emittenten und Anleger gleichermaßen gewährleistet sein. In Deutschland ist die Funktion der Börse als öffentlich-rechtlich verfasster Marktplatz (§ 2 BörsG) von der Durchführung des Börsenhandels zu unterscheiden, die von einem privatrechtlichen

Börsenträger wahrgenommen wird (§§ 3-5 BörsG). Hier impliziert das Prinzip offener Märkte, dass Wettbewerb zwischen einzelnen Börsenbetreibern möglich sein muss. Die Vorteilhaftigkeit dieser Art von Wettbewerb ist offensichtlich, wenn man den Börsenbetreiber als Anbieter eines Bündels von Börsendienstleistungen auffasst, der seinen Kunden Leistungsverbesserungen anbieten kann. Im Sinne des von Hayek eingeführten Wissensarguments kann eine dezentrale Struktur der Handelsplätze außerdem die Informationsverarbeitung an den Börsen verbessern (vgl. Hayek 1945, S. 59-61).

2.4.3 Stabilität des Finanzsystems

Die Wettbewerbsordnung ist als Dauerordnung konzipiert, d. h. sie soll in Zukunft stabil sein und Anlässe für Krisen minimieren. Konstituierende Prinzipien wie das Primat der Währungspolitik und die Konstanz der Wirtschaftspolitik zielen auf Planungssicherheit für die Individuen. Die Notwendigkeit der Stabilisierung von Erwartungen wird ebenfalls von Hayek betont: „Die gute Chance, unsere Erwartungen erfüllt zu sehen oder richtige Voraussagen zu machen, ist [...] die Eigenschaft der Marktordnung, die uns berechtigt, sie überhaupt als Ordnung zu bezeichnen“ (Hayek 1967, S. 82). Dementsprechend müssen die Regeln für die Finanzmarktregulierung darauf gerichtet sein, dass dieser Markt seine volkswirtschaftliche Funktion in erwartbarer Weise und auf Dauer wahrnehmen kann.

Auf Ebene der einzelnen Marktteilnehmer sollte daher in Zukunft das konstituierende Prinzip der Haftung stärker zur Geltung gebracht werden. Nur wenn die Finanzmarktakteure für ihre Entscheidungen tatsächlich einstehen müssen, kann erwartet werden, dass sie diese verantwortlich und unter Abwägung aller Risiken treffen. Euckens Warnung, dass Kosten von Fehlleistungen nicht auf fremde Schultern abgewälzt werden dürfen, hat nach der jüngsten Finanzkrise an Dringlichkeit gewonnen. Regulierungsbemühungen sollten deshalb darauf abzielen, wichtige Akteure in die Lage zu versetzen, externe Schocks ohne staatliche Hilfe zu absorbieren. Ein Beispiel für diese Art von Regulierung ist die Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen der Geschäftsbanken (Admati et al. 2013).

Die Stärkung der Eigenverantwortung der Finanzmarktakteure dürfte aber nicht ausreichen, um eine stabile Dauerordnung zu gewährleisten. Ebenso müssen Risiken kontrolliert werden, die aus der komplexen Interaktion der Marktteilnehmer entstehen und die ex ante möglicherweise nicht absehbar sind. Die Kontrolle des Finanzmarkts erfordert daher eine Finanzaufsicht mit diskretionärem Handlungsspielraum. In Anlehnung an Euckens regulierende Prinzipien und die Rolle der Monopolbehörde sollte die entsprechende Agentur „ein unabhängiges Amt sein, das nur dem Gesetz unterworfen ist“ (Eucken 1952/2004, S. 294). Eine unabhängige Aufsichtsbehörde kann sicherstellen, dass das Stabilitätsziel nicht für kurzfristige politische Ziele geopfert wird.

3. Entwicklung und Stand der Börsenregulierung

Durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG) wurde im Jahr 2007 eine Definition der Börse in § 2 Abs. 1 Satz 1 Börsengesetz (BörsG) eingeführt. Börsen werden darin als teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts definiert, „die multilaterale Systeme regeln und überwachen, welche die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Wirtschaftsgütern und Rechten innerhalb des Systems nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenbringen oder das Zusammenbringen fördern, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Handelsobjekte führt“.

Das deutsche Börsenwesen weist eine duale Organisationsstruktur auf, die in der EU einzigartig ist. Sie besteht auf der einen Seite aus der öffentlich-rechtlich verfassten Börse und auf der anderen Seite aus einem privatrechtlich-organisierten Börsenträger. Diese Struktur ist mit dem europäischen Rechtsrahmen vereinbar. In Art. 36 Abs. 1 Unterabs. 3 MiFID wird ein Auseinanderfallen von Börse und Börsenträger ausdrücklich erwähnt und dessen Zulässigkeit anerkannt. Seit den neunziger Jahren steht dieser Dualismus jedoch in der Diskussion und eine privatrechtliche Börsenverfassung oder ein Wahlrecht zwischen beiden Rechtsformen wird zunehmend gefordert (Schönemann 2010, S. 94).

Die Börse ist eine teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts. Folglich sind die Normen, die Funktionen, Aufgaben und Befugnisse der Börse regeln, dem öffentlichen Recht zuzuordnen. Allgemein wird eine öffentliche Anstalt als eine öffentlich-rechtliche Verwaltungseinheit mit einem Anstaltsträger beschrieben, die über einen Bestand an sachlichen und persönlichen Mittel verfügt und dazu beauftragt ist, einem besonderen öffentlichen Zweck zu dienen (lexexakt 2015). Da die Anstalt in diesem Fall teilrechtsfähig ist, gehört sie nicht zu der mittelbaren Staatsverwaltung, sondern ist darin nur eingegliedert. Darüber hinaus kommen ihr nur die ihr vom Gesetz zugewiesenen Rechte und Pflichten zu und sie ist aufgrund der fehlenden Vollrechtsfähigkeit keine juristische Person des öffentlichen Rechts gemäß § 89 BGB.

Zu den wichtigsten Aufgaben der Börse zählen die Zulassung und Einbeziehung von Wertpapieren zum börslichen Handeln und die Feststellung und Veröffentlichung des

Börsenpreises. Die im regulierten Markt gehandelten Wertpapiere erfordern gemäß §32 Abs. 1 Satz 1 BörsG die Zulassung oder Einbeziehung durch die Geschäftsführung der Börse. Während durch die Zulassung ein öffentlich-rechtliches Benutzungsverhältnis zwischen Emittenten und Börse entsteht, ist dies bei der Einbeziehung von Wertpapieren nicht der Fall.

Börsenpreise hingegen werden in § 24 Abs. 1 BörsG als Preise definiert, die während der Börsenzeit im regulierten Markt oder im Freiverkehr an einer Wertpapierbörse festgelegt werden. Ihr Zustandekommen muss ordnungsgemäß erfolgen und die wirkliche Marktlage des Börsenhandels widerspiegeln (§ 24 Abs. 2 Satz 1 BörsG). Hierbei spielen Transparenz und Chancengleichheit der Handelsteilnehmer eine wichtige Rolle.

Da die Börse als teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts selbst nicht handlungsfähig ist, handelt sie über ihre verschiedenen Organe, die Börsengeschäftsführung, den Börsenrat, die Handelsüberwachungsstelle und den Sanktionsausschuss, die als Teil der mittelbaren Staatsverwaltung ihre Aufgaben ausschließlich im öffentlichen Interesse wahrnehmen. Im BörsG sind diese oben genannten Organe jeweils durch § 15, § 12, § 7 und § 22 gesetzlich geregelt.

Die Börse hat mehrere Funktionen für die Volkswirtschaft. Zunächst dient sie als wichtige Kapitalvermittlungsstelle (Schönemann 2010, S. 113), deren Aufgabe zum einen darin besteht, den Kapitalbedarf von Unternehmen und Staat zu decken und zum anderen institutionellen Investoren und Privatanlegern Anlagemöglichkeiten zu bieten. Diese Leistung, durch die Ressourcen an Stellen gelenkt werden, an denen sie am ehesten benötigt werden oder an denen sie am gewinnbringendsten sind, wird als Allokationsfunktion bezeichnet. Darüber hinaus ermöglichen Börsen durch ihre Liquiditätsfunktion den Anlegern, ihre Anlagen (jederzeit) in Liquidität umzuwandeln, ohne dass Kapitalnehmer davon betroffen sind. Dies erreichen sie durch die Vermittlung von anderen Investoren, die daran interessiert sind, die Anlagetitel zu erwerben. Des Weiteren beinhaltet die Börse eine sogenannte Bewertungsfunktion, da sie durch die Kursbildung eine zeitnahe Bewertung der gehandelten Instrumente und somit der börsennotierten Unternehmen ermöglicht. Schließlich tragen Börsen zur

Senkung der Transaktionskosten bei, indem sie die Transaktionen innerhalb des vorgegebenen Regelwerks möglichst effizient organisieren.

Die Börse wird von einem Börsenträger errichtet und getragen, der durch die Börsenerlaubnis verwaltungsrechtlich mit der Börse verbunden ist. Die Erteilung der Erlaubnis zum Betrieb einer Börse, die durch die Börsenaufsichtsbehörde erfolgt (siehe § 4 Abs. 1 Satz 1 BörsG), entspricht einem öffentlichen Beleihungsakt. Dies wird durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz ausdrücklich dargelegt (Schönemann 2010, S. 52). Der Börsenträger in der Rechtsform des Privatrechts wird als Beliehener angesehen, d.h. als „Person des Privatrechts, die mit der selbständigen Wahrnehmung von Verwaltungsaufgaben im eigenen Namen und in den Handlungsformen des öffentlichen Rechts betraut ist“ (Gurlit und Mülbart 2012, S. 14). Im BörsG wird dem Börsenträger keine bestimmte Rechtsform vorgeschrieben. In der Praxis handelt es sich inzwischen bei allen Börsenträgern um Aktiengesellschaften. Eine Ausnahme stellt die Stuttgarter Wertpapierbörse dar, welche von einer GmbH getragen wird.

Mit der Erteilung der Börsenerlaubnis wird der Börsenträger zu der Errichtung und dem Betrieb der Börse berechtigt und verpflichtet (siehe § 5 Abs. 1 Satz 1 BörsG). Des Weiteren beinhaltet die Betriebspflicht (geregelt in § 5 BörsG) des Beliehenen die Aufgabe, die erforderlichen Mittel, in finanzieller, personeller und sachlicher Hinsicht, für die Durchführung und angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs zur Verfügung zu stellen. Weitere im BörsG festgelegte Pflichten sind die Ausstattungspflicht (d.h. eine ausreichende Finanzausstattung) und die Organisationspflicht, unter die z.B. die Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten fällt.

Die Baden-Württembergische Wertpapierbörse stellt den öffentlich-rechtlichen Handelsplatz an der Stuttgarter Börse dar und garantiert einen neutralen Handelsplatz sowie eine unabhängige und eigenverantwortliche Überwachung des Regelwerks und des Börsenhandels. Als Börsenträger des Börsenplatzes Stuttgart wirkt die ‚Baden-Württembergische Wertpapierbörse GmbH‘. Sie übernimmt dadurch die zivilrechtliche Rechtsfähigkeit und die Gewährleistung des Betriebs der Börse und des zugelassenen Freiverkehrs. Der technische Betrieb und das operative Geschäft an der Stuttgarter Börse sind an eine hundertprozentige Tochtergesellschaft ausgelagert, die ‚Boerse Stuttgart Holding GmbH‘.

In Deutschland existiert kein allgemeines Kapitalmarktgesetz, sondern verschiedene Regelungen und Kodifikationen, die einzelne Bereiche des Kapitalmarkts regeln. Überwiegend sind diese Aufsichtsrecht und in kleineren Teilen Zivil- und Strafrecht (Buck-Heeb 2014, S. 7).

Die zentralen kapitalmarktrechtlichen Gesetze sind das BörsG und das WpHG. Das WpHG entstand im Jahr 1998 und reguliert den Wertpapierhandel, d.h. vor allem die Transaktionen auf dem Kapitalmarkt zum Schutz der Anleger. Da das Gesetz Wertpapierdienstleistungen (und Wertpapiernebendienstleistungen) regelt, umfasst sein Anwendungsbereich den börslichen und den außerbörslichen Handel (Abschnitt 1 § 1 Satz 1 WpHG). Im Jahr 2007 wurde das WpHG durch die Umsetzung der MiFID und der EU-Transparenzrichtlinie stark überarbeitet (siehe unten).

Das BörsG hingegen regelt die Organisation und Tätigkeit der öffentlich-rechtlich verfassten Börsen. Vereinzelt beziehen sich darüber hinaus auf den regulierten Markt und den Freiverkehr. Seine ursprüngliche Fassung entstand im Jahr 1896, im Laufe der Zeit erfolgten mehrere Novellierungen des Börsengesetzes. WpHG und BörsG werden außerdem durch zahlreiche Verordnungen und Nebengesetze ergänzt.

Des Weiteren existieren kapitalmarktrechtliche Gesetze, die kleinere Bereiche des Kapitalmarkts regulieren. Darunter sind das Depotgesetz (DepotG), das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), das Vermögensanlagegesetz (VermAnlG), das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) und das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). Darüber hinaus tragen Gesetze aus dem Bankrecht und gesellschaftliche Regelungen zur Regulierung des Kapitalmarktes bei.

Im vorangegangenen Kapitel wurde argumentiert, dass die Schaffung von funktionsfähigen Kapitalmärkten zustimmungsfähig im Sinne des Kriteriums der Bürgersouveränität sei. Aber auch wenn man ein öffentliches Interesse an der Existenz von Kapitalmärkten unterstellt, so folgt daraus nicht zwangsläufig eine öffentlich-rechtliche Ausgestaltung. Es ist durchaus denkbar, dem öffentlichen Interesse durch eine privatrechtlich verfasste Börse mit einer effektiven Börsenaufsicht gerecht zu

werden. Daher ist es zunächst zu klären, inwiefern und ob die Aufgabenwahrnehmung von Seiten des Staates erforderlich ist. Terminologisch sind unter „staatlichen Aufgaben“ jene Aufgaben zu verstehen, an deren Durchführung ein besonderes öffentliches Interesse besteht und die dem Staat rechtlich zugewiesen und zugänglich sind. Da an der Existenz funktionierender Kapitalmärkte ein starkes öffentliches Interesse besteht und das Börsengesetz die Aufgaben auf Anstalten des öffentlichen Rechts überträgt, handelt es sich um eine staatliche Aufgabe. Einzuwenden ist jedoch, dass das besondere öffentliche Interesse im Falle einer staatlichen Aufgabenwahrnehmung im Bereich der wirtschaftlichen Betätigungen nicht ausreicht, um die öffentlich-rechtliche Börsenverfassung zu rechtfertigen. In diesem Fall ist eine weitere Begründung nötig, die überzeugend darlegt, dass eine öffentlich-rechtlich verfasste Börse besser dazu geeignet ist, das öffentliche Interesse zu wahren.

4. Aktuelle (Fehl-)Entwicklungen an den Finanzmärkten: Börsenpreisfeststellung im Wandel

Insbesondere in den letzten beiden Jahrzehnten hat die fortschreitende ökonomische Globalisierung, gepaart mit einem sich stark beschleunigenden technologischen Fortschritt die Art des Börsenhandels massiv verändert. Ziel dieses Abschnittes ist es herauszuarbeiten, inwiefern diese Veränderungen Einfluss auf die Börsenpreisfeststellung haben und ob sich daraus ordnungspolitischer Handlungsbedarf ergibt. Von der Beantwortung dieser Frage ist es nicht zuletzt abhängig, ob der Börsenträger die vom Gesetzgeber übertragenen Funktionen erfüllen kann.

Im Folgenden werden hierfür zunächst die größten Veränderungen des Börsenhandels der letzten Jahrzehnte, der allgemeine Trend zur Fragmentierung des Handels, das Aufkommen von sogenannten Dark Pools und der Hochfrequenzhandel, hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf die Preisbildung untersucht. Die Effizienz der Preisbildung wird dabei anhand der in der Literatur verwendeten Konzepte des Bid-Ask-Spreads (Geld-Brief-Spanne), der Marktliquidität und der Marktvolatilität gemessen. Unter Bid-Ask-Spread wird die Differenz zwischen dem maximalen Ankaufs- und dem minimalen Verkaufskurs verstanden. Je geringer der Spread ist, desto niedriger sind die Transaktionskosten. Die Liquidität eines Marktes ermöglicht den ständigen An- und Verkauf von Aktien ohne starke Preisbewegungen auszulösen, die nicht durch neue Informationen gerechtfertigt sind. Die gemessene Marktvolatilität ist eng mit der Liquidität verbunden, kann darüber hinaus aber noch zusätzliche Informationen liefern, ob Preise etwa auf Informationen reagieren, die unabhängig von den Fundamentaldaten eines Unternehmens sind.

Anschließend an diese Diskussion erfolgt ein kursorischer Überblick über die Änderungen und Anpassungen der deutschen Börsengesetzgebung seit den 1980er Jahren. Dabei wird der Frage nachgegangen, inwieweit die Börsengesetzgebung bereits etwaige Probleme aufgegriffen hat und wo aus ordnungspolitischer Sicht Handlungsbedarf besteht.

4.1 Herausforderungen der Preisfeststellung

4.1.1 Fragmentierung und effiziente Preisbildung, ein Widerspruch?

Bereits in den 1980er Jahren gab es erste Anzeichen für einen verstärkten Handel außerhalb von Börsen. Dieser Trend verstärkte sich in den 1990er Jahren. Die heute beobachtbare hohe Fragmentierung, verstanden als Prozess der Aufsplitterung des Wertpapierhandels auf mehrere Handelsplätze jenseits des ursprünglichen Emissionsortes wie sie beispielsweise im Fidessa Fragmentation Index abgebildet wird (Fidessa 2015), ist allerdings ein neueres Phänomen.

Der seit dem Jahr 2008 erhobene Fragmentation Index (Fidessa 2015) gibt an, wie viele Börsenplätze im Durchschnitt an der Quotierung eines Wertpapiers beteiligt sind. Berechnet wird er als inverser Herfindahl Index. Während der Herfindahl Index die Konzentration von Unternehmen innerhalb einer Industrie widerspiegelt, gibt der inverse Herfindahl Index das Auseinanderfallen eines Marktes, eine Bewegung „weg“ vom Status Quo an. Zum Stichtag 31. Juli 2015 nahm der Index für den DAX und den FTSE100 einen Wert von 2,2 an. Der CAC40 weist mit 2,0 ebenfalls einen hohen Grad an Fragmentierung auf. Für die Vereinigten Staaten liegt der Wert mit einem Wert von über 4 sogar noch deutlich höher.

Für die USA lässt sich der hohe Grad an Fragmentierung auf eine Änderung der Finanzmarktregulierung im Jahr 2005 zurückführen. Mit der Änderung der Regel 611 des Regulation National Market System wurde die Gesetzgebung so geändert, dass Handelsaufträge immer dort ausgeführt werden müssen, wo der beste Preis geboten wird (SEC 2005). Dies beschleunigt den Handel auf verschiedenen Plattformen und verstärkt damit den Wettbewerb zwischen diesen. Für die Europäische Union ist nach Inkrafttreten der Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) im Jahr 2007 eine Zunahme der Fragmentierung zu beobachten (Gresse 2015).

Einige theoretische Überlegungen

Wie ist die zunehmende Fragmentierung des Börsenhandels zu bewerten und welche Auswirkungen hat sie auf die Preisfeststellung?¹ Aus theoretischer Sicht lassen sich

¹ Die Argumentation orientiert sich weitgehend an O'Hara und Ye (2011) und Gomber et al. (2013)

Argumente für und gegen eine Fragmentierung finden. So wird etwa argumentiert, dass der Betrieb einer Börse eine Art natürliches Monopol darstellt, das sich durch hohe Fixkosten auszeichnet. Diese entstehen bei der Einrichtung der Handelsplattform selbst sowie bei nachgelagerten Handlungen wie der Überwachung des Handels. Die hohen Fixkosten führen zu Skalenerträgen für die jeweilige Plattform, da der Betrag, den jeder Akteur zur Finanzierung der Börse tragen muss, umso kleiner wird, je mehr Teilnehmer die Börse nutzen (O'Hara und Ye 2011). Geringe Transaktionskosten wirken sich positiv auf die Effizienz der Preisfindung aus, da so ein Anreiz besteht, häufiger zu handeln und damit in kürzeren Abständen relevante Information zu verarbeiten.

Als weiteres Argument gegen eine verstärkte Fragmentierung betont Mendelson (1987) das Entstehen von Netzwerkeffekten an Börsen. Unter Netzwerkeffekten versteht er die Wahrscheinlichkeit des Zusammenfindens von Käufern und Verkäufern. Sie ist umso größer, je mehr Käufer und Verkäufer an einer Börse aktiv sind. Eine Fragmentierung der Handelsplätze würde diesen Effekt zerstören. Nach Pagano (1989) kann eine Fragmentierung nur vorübergehend Bestand haben. Handelsaufträge konzentrieren sich automatisch in dem Markt, der mehr Liquidität bereitstellt, was Handel auf den anderen Märkten immer unattraktiver werden lässt. Zudem verstärken die vielen Teilnehmer an konsolidierten Börsen den Wettbewerbsdruck zwischen den Händlern (Madhavan 1995). Dadurch nehmen die Anreize zu, für eine schnelle Informationsverarbeitung zu sorgen.

Allerdings bezweifelt etwa Economides (1996), dass Netzwerkeffekte groß genug sind, um Wohlfahrtsverluste durch auftretende Monopolrenten auszugleichen. Stoll (2001) zeigt auf, dass sich Netzwerkeffekte bei einer fragmentierten Börsenstruktur erreichen lassen, wenn für eine effiziente Kommunikation, im Sinne eines effizienten Steuerungssystems von Handelsaufträgen, zwischen den Handelsplätzen gesorgt wird.

Nicht zuletzt ist zu fragen, ob eine große Zahl an Handelsplätzen nicht Ausdruck unterschiedlicher Präferenzen und Anforderungen der Marktteilnehmer ist (Harris 1993). Dieses Argument trägt allerdings nur insoweit, als durch die Fragmentierung nicht Sonderinteressen Einzelner bedient werden.

Da die theoretischen Erörterungen nicht zu einem eindeutigen Ergebnis kommen, bleibt es eine empirische Frage, welche Auswirkungen ein hohes Maß an Fragmentierung auf die Effizienz der Preisfeststellung hat. Leider liefert ein Blick in die empirische Literatur ebenfalls keine eindeutigen Handlungsempfehlungen.

Empirische Evidenz

So finden Bennett und Wei (2006) Evidenz für geringere Transaktionskosten, wenn Aktien an der NYSE gehandelt werden und nicht an der stärker fragmentierten NASDAQ. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen Amihud et al. (2003) bei einer Untersuchung der Börse Tel Aviv. Zudem scheinen an europäischen Börsen die Transaktionskosten dann geringer zu sein, wenn Handelsaufträge zentral in einem Handelsbuch erfasst werden (Gajewski und Gresse 2007).

Im Gegensatz dazu stehen die Ergebnisse von Foucault und Menkveld (2008). Sie finden eine höhere Liquidität bei solchen niederländischen Aktien, die auch an anderen europäischen Handelsplätzen gehandelt werden. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen Boehmer und Boehmer (2003) in ihrer Untersuchung von an der NYSE gehandelten ETFs, die an der American Stock Exchange gelistet sind.

Diese Ergebnisse werden von verschiedenen Studien bestätigt, die Auswirkungen der Handelsfragmentierung nach Inkrafttreten der Markets in Financial Instruments Directive (2007) in der EU untersuchen. So finden Hengelbrock und Theissen (2009) eine Reduzierung der Bid-Ask-Spreads, nachdem das Turquoise Handelssystem in den Markt eingetreten war. Riordan et al. (2011) bestätigen das Ergebnis, finden allerdings einen stärkeren Einfluss des Chi-X Handelssystems. Ebenso berichten Soltani et al. (2011) und Gresse (2015) niedrigere Bid-Ask-Spreads nach dem Inkrafttreten von MiFID. Allerdings konzentrieren sich in der Studie von Gresse (2015) die positiven Effekte auf Aktien mit einer hohen Marktkapitalisierung.

O'Hara und Ye (2011) bestätigen viele dieser Ergebnisse, obwohl bei ihnen neben regulären Handelsplätzen Dark Pools berücksichtigt werden. Zudem finden sie Evidenz für ein höheres Maß an Preiseffizienz, gemessen an den effektiven Spreads und der Marktvolatilität, wenn der Handel einer Aktie stärker fragmentiert ist. Im Gegensatz zu

Gresse (2015) ist der gemessene Effekt aber bei Aktien mit geringerer Marktkapitalisierung größer.

Das Interessante an der Studie von O'Hara und Ye (2011) ist zudem, dass sie aufzeigt, unter welchen Bedingungen fragmentierte Handelsplattformen positive Effekte für eine effiziente Preisbildung haben. Die von ihnen untersuchten Handelsplattformen sind durch das so genannte „Consolidated Tape“ verbunden. Das „Consolidated Tape“ liefert Informationen über Preise und gehandelte Mengen in Echtzeit an alle Handelsplätze. Damit bestätigen sie weitgehend die Ergebnisse von Stoll (2001). Bei einer effizienten Kommunikation zwischen den Handelsplätzen lassen sich die Wettbewerbseffekte einer fragmentierten mit den Netzwerkeffekten einer konsolidierten Börsenstruktur verbinden (O'Hara and Ye 2011).

4.1.2 Verhindern Dark Pools eine effiziente Preisfeststellung?

Neben dem allgemeinen Trend zu einer zunehmenden Fragmentierung des Börsenhandels haben in den letzten Jahren sogenannte Dark Pools einen zunehmenden Anteil am Handelsumsatz gewonnen. So werden nach Tuttle (2013) in den USA bereits 15% des Aktienhandels in Dark Pools getätigt. Dark Pools unterscheiden sich vom normalen Handel an Börsen dadurch, dass die auf ihnen eingestellten Handelsaufträge nicht öffentlich zugänglich sind. Dies macht sie für institutionelle Investoren attraktiv, da sie einen Raum bieten, um Wertpapierhandel mit großen Handelsaufträgen ohne Aufsehen und Turbulenzen am öffentlichen Aktienmarkt betreiben zu können. Des Weiteren sind Dark Pools aufgrund von sehr niedrigen Transaktionskosten attraktiv. Die hohe Anonymität dieser Handelsplätze schützt Großanleger vermeintlich vor Hochfrequenzhändlern.

Allerdings wird durch den Handel auf Dark Pools dem Markt Information entzogen, was zu einer Beeinträchtigung der Preisfeststellung führen kann. Da viele ihre Funktionsweise darauf beschränken, Käufer und Verkäufer einer Aktie zum an der Börse gebildeten Preis zusammenzuführen, wodurch keine neuen Informationen generiert werden, ist ihre Auswirkung auf die Preisfeststellung nicht a priori einfach zu bestimmen.

Einige theoretische Überlegungen

Verschiedene theoretische Untersuchungen zeigen, dass bei einer rein derivativen Preissetzung in Dark Pools die Effizienz der Preisfeststellung an der Börse beeinflusst werden kann. Ein Händler muss sich zunächst entscheiden, wo er seinen Handelsauftrag ausführen lassen will. Dabei muss er berücksichtigen, dass er in einem Dark Pool den Börsenpreis zwar nicht beeinflusst und zu diesem handeln kann, er aber nicht sicher sein kann, ob sein ganzer Auftrag ausgeführt wird. Er kann im Zweifelsfall nicht alle Aktien kaufen oder verkaufen, da im Dark Pool möglicherweise kein entsprechendes, korrespondierendes Angebot besteht. Diese Abwägung des Ausführungsrisikos kann zu einer Selektion der Händler führen, welche die Preisbildung beeinflusst.

So zeigt Zhu (2014), dass insbesondere für informierte Händler, verglichen mit Händlern die alleine an Liquidität interessiert sind, das Ausführungsrisiko in Dark Pools hoch ist.² Sie wählen daher die Börse als Handelsplatz und verbessern so die Effizienz der Preisbildung. Der durch den Selektionseffekt hervorgerufene effizienzfördernde Effekt von Dark Pools hängt allerdings davon ab, ob alle Händler frei wählen können, wo sie handeln. So kommt Ye (2011) zu einem entgegengesetzten Ergebnis, wenn nur die informierten Händler den Handelsplatz wählen können.

Zudem zeigt das Modell von Zhu (2014), dass die Selbstselektion zu einer Verringerung der Marktliquidität führen kann. Dadurch kann sich die Volatilität des Marktes erhöhen, da einzelne Handelsaufträge eine größere Wirkung auf die Preisbildung haben. Nicht zuletzt führt eine Erhöhung des Dark Pool-Anteils am Handel, zumindest temporär durch den Abfluss an Liquidität, zu einer Ausweitung der Bid-Ask-Spreads und damit zu einer Verringerung einer effizienten Preisfeststellung.

Empirische Evidenz

Die empirischen Studien zu den Auswirkungen von Dark Pools kommen nicht immer zu eindeutigen Ergebnissen. So finden Buti et al. (2011) in ihrer Untersuchung der Auswirkungen von Dark Pools auf an der NASDAQ gelisteten Aktien einen positiven Effekt auf die Effizienz der Preisbildung. Die Bid-Ask-Spreads sind im Schnitt geringer

² Informierte Händler handeln oft in die gleiche Richtung. Daher ist die Wahrscheinlichkeit bei ihnen höher, dass die Mehrheit der Handelsaufträge in diese Richtung geht. Dies verringert die Wahrscheinlichkeit, einen Handelspartner zu finden (Zhu 2013).

und es wird insgesamt ein niedrigeres Maß an Volatilität gemessen. Zu diesem Ergebnis kommen auch Brandes und Domowitz (2010) und Buchanan et al. (2011) in ihren Studien zu europäischen Dark Pools.

Studien für die USA (Jiang et al. 2011, Weaver 2011), die Niederlande (Degryse et al. 2014) und Australien (Comerton-Forde und Putnins 2012) liefern jedoch Evidenz für einen entgegengesetzten Effekt. Bid-Ask-Spreads und die Sensitivität gegenüber einzelnen Markttransaktionen steigen, wenn Dark Pools eingeführt werden. Steigende Bid-Ask-Spreads werden auch von Foley et al. (2013) in ihrer Untersuchung der Auswirkungen von versteckten Handelsaufträgen an der Börse Toronto nachgewiesen.

Ein Nachteil der meisten Studien ist, dass sie auf aggregierten Dark Pool-Daten basieren. Dadurch lassen sich die genauen Wirkungskanäle i.d.R. nicht identifizieren. Nimalendran und Ray (2014) bestätigen allerdings den Befund steigender Bid-Ask-Spreads in ihrer auf individuellen Transaktionsdaten eines anonymen Dark Pools basierenden Studie.

Ein Problem der meisten Studien besteht darin, dass die Datenbasis oft relativ dünn ist und auf einer mehr oder weniger zufällig ausgewählten Stichprobe beruht. Inwieweit sich daraus verallgemeinerbare Aussagen zur Auswirkung von Dark Pools auf die Effizienz der Preissetzung ableiten lassen, ist daher fraglich. Interessant ist allerdings, dass sich die Ausweitung der Bid-Ask-Spreads bereits bei einem relativ kleinen Anteil der Dark Pools am Handel beobachten lässt. Es ist anzunehmen, dass sich dies noch verstärken wird, wenn mehr Handelsaufträge abwandern. Dies stellt vor allem für die Marktteilnehmer ein Problem dar, die nicht Zugang zum Dark Pool-Handel haben.

4.1.3 Hochfrequenzhandel und effiziente Preisfeststellung

Unter Hochfrequenzhandel wird im Allgemeinen der Handel mittels sehr schneller Computer verstanden, die ihre Aufträge auf Basis von Algorithmen ausführen.³ Sie

³ Der Gesetzgeber definiert den Hochfrequenzhandel nach WpHG §3 III. 2d als das „Kaufen oder Verkaufen von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als unmittelbarer oder mittelbarer Teilnehmer eines inländischen organisierten Marktes oder multilateralen Handelssystems mittels einer hochfrequenten algorithmischen Handelstechnik, die gekennzeichnet ist durch die Nutzung von Infrastrukturen, die darauf abzielen, Latenzzeiten zu minimieren, durch die Entscheidung des Systems über die Einleitung, das Erzeugen, das Weiterleiten oder die Ausführung eines Auftrags

bilden eine Untergruppe der algorithmischen Händler, die sich durch eine sehr kurze Haltezeit ihrer Investments auszeichnen. Häufig halten sie keine Positionen über Nacht.

Ein zentraler Vorteil des Hochfrequenzhandels wird darin gesehen, dass er durch seine ständige Handelstätigkeit für ein hohes Maß an Liquidität im Markt sorgt. Durch die ständige Handelbarkeit der Papiere kann so Volatilität, welche die Preisbildung verzerren kann, verringert werden. Allerdings hat der so genannte Flash Crash im Mai 2010, der zu einem starken Einbruch des S&P 500 und des Dow Jones um 6 bzw. 9 Prozent innerhalb weniger Minuten geführt hat, gezeigt, dass diese Aussage nicht verallgemeinerbar ist. Der offizielle Untersuchungsbericht der amerikanischen Börsenaufsicht (SEC 2010) zeigt, dass gerade eine Vielzahl von Aufträgen eines Marktteilnehmers, die in kürzester Zeit ausgeführt wurden, eine Verkaufswelle ausgelöst hat, die nur schwer zu stoppen war. Wenngleich von verschiedenen Seiten argumentiert wird, dass nicht der Hochfrequenzhandel Auslöser des Flash Crashes war, so wird doch kaum bestritten, dass er die bestehende Verkaufswelle stark beschleunigt hat (Jones 2013).

Abgesehen von solchen Extremereignissen stellt sich die Frage, wie sich der Hochfrequenzhandel auf die Preisfeststellung an Börsen auswirkt. Da sie als Anleger agieren, deren Strategie auf kurzfristigen statistischen Korrelationen beruht, die allenfalls zufällig einen Bezug zu den fundamentalen Unternehmenswerten haben, ist es nicht a priori klar, ob ihr Handeln zu einer effizienteren Preisbildung beiträgt. Bereits frühe Arbeiten wie Froot et al. (1992) zeigen auf Basis von Modellen, dass allein auf kurzfristige Strategien setzende Händler die Effizienz der Preisfindung mindern. Zudem zeigen De Long et al. (1990) und Barberis und Shleifer (2003), dass Handelsstrategien, die auf mehr oder weniger simplen Feedback-Strategien basieren, dazu tendieren, den Preis weg von seinem fundamental gerechtfertigten Wert zu führen. Dies lässt einen eher negativen Effekt des Hochfrequenzhandels vermuten.

Auf der anderen Seite lässt sich argumentieren, dass die Erhöhung der Marktliquidität durch den Hochfrequenzhandel zu einer Senkung der Transaktionskosten führt, wie sie in einer Verringerung der Bid-Ask-Spreads gemessen werden können (Jones 2013).

ohne menschliche Intervention für einzelne Geschäfte oder Aufträge und durch ein hohes untertägiges Mitteilungsaufkommen in Form von Aufträgen, Quotes oder Stornierungen, auch ohne Dienstleistung für andere (Eigenhandel).“

Transaktionskosten mindern die Zahlungsbereitschaft für eine Aktie. Niedrigere Transaktionskosten führen damit tendenziell zu höheren Börsenpreisen und spiegeln so eher den fundamentalen Wert einer Aktie wider (Jones 2013). Wie die Studien von Hendershott et al. (2011) oder Riordan und Storckenmaier (2012) zeigen, kann eine Verringerung des Bid-Ask-Spreads nach Einführung des Hochfrequenzhandels gemessen werden. Das Aufkommen des Hochfrequenzhandels wird daher oft als ein Faktor angesehen, der den Erfolg alternativer Handelsplätze abseits der Börsen begründet (Menkveld 2013).

Problematisch ist allerdings, dass die Verringerung der Spreads nicht unbedingt für alle Marktteilnehmer gilt. Hochfrequenzhändler sind durch ihre Computersysteme in der Lage, Handelsaufträge anderer Marktteilnehmer frühzeitig aufzuspüren und diesen Aufträgen eine korrespondierende Order mit leicht abgewandelten Konditionen voranzustellen. Dieses „front-running“ erhöht aber die Bid-Ask-Spreads für die übrigen Marktteilnehmer (Gai et al. 2012, Menkveld 2014) und verschlechtert damit die Effizienz der Preisbildung. Zudem kommt es zu einem Vermögenstransfer von den normalen Marktteilnehmern hin zu den Hochfrequenzhändlern, denen kein ökonomischer Mehrwert gegenübersteht. Zudem steigen dadurch die Anreize für andere Marktteilnehmer, auf andere Handelsplätze, bspw. Dark Pools, auszuweichen (Zhang 2010).

Der Vorteil, den Hochgeschwindigkeitshändler durch ihre gegenüber anderen Marktteilnehmern höhere Handelsgeschwindigkeit haben, können sie zudem dazu nutzen, die Ausführung von deren Handelsaufträgen zu verzögern. Handelsstrategien von Hochfrequenzhändlern zeichnen sich typischerweise dadurch aus, dass sie in kurzer Abfolge eine Vielzahl an Handelsaufträgen einstellen, die sofort wieder storniert werden, ohne dass es zu einem Abschluss kommt. So beläuft sich das Stornierungs-/Ausführungsverhältnis (cancelation ratio) an der NASDAQ auf mittlerweile 32:1 (Gai et al. 2012). Für die Deutsche Börse finden Riordan und Storckenmaier (2012) ein ähnliches Verhältnis. Beide Studien berichten zudem Evidenz für ein Anwachsen des Verhältnisses, wenn sich aus technischen Gründen die Handelsgeschwindigkeit erhöht.

Elektronische Handelsplattformen arbeiten Handelsaufträge i.d.R. in chronologischer Reihenfolge ab. Dadurch können Hochfrequenzhändler die Ausführung von

Handelsaufträgen anderer verlangsamen, indem sie eine Vielzahl von Handelsaufträgen einstellen. Dieses „quote stuffing“ führt zu einer Ausweitung der Bid-Ask-Spreads und damit zu einer Verschlechterung der Effizienz der Preisbildung (Egginton et al. 2014).

Wie die Diskussion der beiden Handelsstrategien des „front-running“ und des „quote stuffing“ zeigen, basieren die Geschäftskonzepte des Hochfrequenzhandels weitgehend auf einem relativen Geschwindigkeitsvorteil, sowohl gegenüber anderen Handelsteilnehmern als auch gegenüber dem Betreiber der Börse. Um diesen sicherzustellen, versuchen die meisten Hochgeschwindigkeitshändler, ihre Server räumlich möglichst nah an den Servern des Handelssystems zu platzieren. Da die Geschwindigkeit der Datenübertragung physisch bedingt nach oben hin begrenzt ist, kann nur eine Verringerung der geografischen Distanz einen Geschwindigkeitsvorteil bringen.

All dies führt zwangsweise zu einem Gefangenendilemma, das in einen Rüstungswettlauf mündet. Jeder Teilnehmer hat den Anreiz, die eigene Geschwindigkeit zu erhöhen, um nicht abgehängt zu werden (Biais et al. 2011). Dies gilt für die Händler wie für die Börsenträger, die ihre Systeme kontinuierlich an die neuen Geschwindigkeiten anpassen müssen. Die hierfür aufgewendeten Kosten müssen dann von allen Marktteilnehmern getragen werden.

4.2 Inwiefern besteht ein Konflikt zwischen außerbörslichem Handel und dem öffentlichen Interesse?

Die starke Zunahme von außerbörslichen Handelsplattformen als Alternative zu herkömmlichen Handelsplätzen, setzt den Gesetzgeber und den Börsenträger gleichermaßen unter Druck, das öffentliche Interesse zu erfüllen. Der Börsenträger muss die Betriebs-, Ausstattungs- und Organisationspflicht der Börse erfüllen. Der Gesetzgeber ist daran interessiert, dass das öffentliche Interesse am Finanzmarkt, d.h. eine effiziente Preisfeststellung, Transparenz und Chancengleichheit, durch den Börsenträger tatsächlich erfüllt wird. So wird im Folgenden erörtert, warum das öffentliche Interesse und der außerbörsliche Handel im Konflikt zueinander stehen.

Zum einen führt die zunehmende, unregelte Fragmentierung des Kapitalmarktes zur Intransparenz und kann Informationsasymmetrien erzeugen, die in ihrer Konsequenz die Bewertungsfunktion der Börse leerlaufen lassen. Wie bereits dargelegt wurde, liegt das Interesse des Gesetzgebers darin, dass der Börsenträger eine zeitnahe Bewertung der gehandelten Wertpapiere ermöglicht. Dieses Ziel kann der Börsenträger in der aktuellen Regulierung der außerbörslichen Handelsplätze nicht mehr erfüllen. Die Fragmentierung des deutschen und europäischen Finanzmarktes zeigt, dass ein Großteil des Handels außerhalb der regulierten Börsen abgewickelt wird. Damit kann die Börse ihrem öffentlichen Auftrag nicht mehr nachkommen. Der Gesetzgeber muss damit rechnen, dass die Preisfeststellung von Wertpapieren nicht mehr gewährleistet werden kann. Somit ergibt sich – gerade hinsichtlich der steuerrechtlichen Relevanz – ein konkreter wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf.

Der außerbörsliche Handel steht in einer weiteren Dimension im Konflikt mit dem öffentlichen Interesse: Bei einseitiger Ausnutzung von Informationsasymmetrien kann eine Gleichbehandlung von Seiten des Gesetzgebers nicht mehr gewährleistet werden. Dies äußert sich z.B. in einer erhöhten Gefahr von Insiderhandel und Preismanipulationen (Shorter und Miller 2014, S. 11). Dieser Effekt verstärkt sich durch unklare oder unterschiedliche Zugangsbedingungen zu außerbörslichen Handelsplattformen wie Dark Pools oder Eigenhandelsplattformen. Entweder kann ein zu einfach gewährter Zugang dazu führen, dass Anleger in Produkte investieren, deren Wertfeststellung „in House“ – also unter Ausschluss der Öffentlichkeit – erfolgt, oder eine ungerechte Verweigerung des Zugangs oder eine ungleiche Behandlung für verschiedene Anleger führen dazu, dass der Anlegerschutz für den Gesetzgeber erschwert wird (Kumpan 2007).

Die Fragmentierung des Kapitalmarktes führt überdies zu einem erhöhten logistischen Aufwand in der Überwachung und erschwert so den marktweiten Anlegerschutz (O'Hara und Ye 2009, S. 25-27). Zusätzlich führt der erhöhte Aufwand zu einer geringeren Informationstragweite und ermöglicht auf diese Weise Preisverzerrungen bei Abweichung des eigentlichen Marktpreises vom gehandelten Preis auf den Dark Pools (BaFin 2015).

Hinsichtlich der Pflichten des Börsenträgers lässt sich festhalten, dass sich Dark Pools meist durch eine geringere Stabilität im Vergleich zu ordentlichen Börsenplätzen auszeichnen. Durch Kapazitätsbeschränkungen, Systemfehler und Mängel an technischen Schutzrichtungen werden die Börsenträgerpflichten nur unzureichend erfüllt. Zudem ergibt sich eine geringere Integrität des Kapitalmarktes, da eine Umgehung der Aufsicht und Kontrolle ermöglicht wird (Kumpan 2007). Die nur mangelhaft mögliche Kontrolle in Dark Pools führt zu Effizienzverlusten (Buti et al. 2014).

4.3 Die Reaktion des Gesetzgebers

4.3.1 Fragmentierung des Börsenhandels

Wie diese Darstellung zeigt, haben die Entwicklungen des Börsenhandels einen nicht unerheblichen Einfluss auf die Effizienz der Preisfeststellung und das weiter gefasste öffentliche Interesse. Für eine ordnungspolitische Bewertung dieser Prozesse ist es daher wichtig zu wissen, ob der Gesetzgeber diese Herausforderungen erkannt und wie er darauf reagiert hat. Nur auf der Grundlage dieses Wissens können ordnungspolitische Fehlentwicklungen identifiziert und (weiterer) Handlungsbedarf aufgezeigt werden. Aus diesem Grund soll im Folgenden die Börsengesetzgebung seit den 1980er Jahren kurz dargestellt und hinsichtlich der oben diskutierten Problematiken bezüglich einer effizienten Preisfeststellung untersucht werden.

Die seit den 1970er Jahren zu beobachtende Ausweitung des Marktes und die Zunahme der Handlungsmöglichkeiten der Marktteilnehmer, insbesondere abseits des bis dahin dominierenden Parketthandels, schlägt sich ab Mitte der 1980er Jahre in einer zunehmenden Aktivität des Gesetzgebers nieder, um den Regelrahmen an die neuen Gegebenheiten anzupassen. Gleichzeitig soll damit eine Anpassung des deutschen Regelrahmens an die Regeln der Europäischen Gemeinschaft vollzogen werden, um die Vollendung des gemeinsamen Binnenmarktes auf den Kapitalmärkten voranzutreiben.

Die ersten Ansätze diesbezüglich finden sich in zwei Gesetzesnovellen aus den Jahren 1986 und 1989. Ziel der Bundesregierung ist es, mit ihrer Hilfe die als verkrustet

erachteten Strukturen der Börsenorganisation aufzubrechen. Dadurch soll ein besser funktionierender Kapitalmarkt geschaffen werden, um das der deutschen Volkswirtschaft innewohnende Potential besser mobilisieren zu können und damit einen substantiellen Beitrag zu dessen weiterer Entwicklung zu leisten (Berger 2003).

Der primäre Beitrag der Gesetzesnovelle von 1986 besteht darin, gesetzlich anzuerkennen, dass neben dem amtlichen Börsenhandel mit dem Freiverkehr ein zusätzliches Börsensegment existiert. Um einen ordnungsgemäßen und nachvollziehbaren Handel zu ermöglichen, wird der Freiverkehr erstmals gesetzlich geregelt. Hierfür wird es den Börsen ausdrücklich erlaubt, die Feststellung und Veröffentlichung von Kursen zu regeln. Daneben wird als Mischform ein geregelter Markt als neues Marktsegment eingeführt, der zwar deutlich mehr Regelungen als der Freiverkehr unterliegt, aber zugleich geringere Anforderungen als der amtliche Handel an die Emittenten und die Preisfindung stellt.

Die darauf folgende Gesetzesnovelle von 1989 greift den Trend zu einer Ausweitung des Handlungsspielraums der Marktteilnehmer auf, indem sie die gesetzlichen Voraussetzungen für den elektronischen Börsenhandel als zweites Handlungsfeld neben dem Parketthandel schafft. Ziel ist es, die Geltung des Börsenrechtes auch dann sicherzustellen, wenn der Adressat nicht mehr physisch anwesend ist.

Mit den beiden Gesetzesnovellen wird die Fragmentierung des Börsenhandels erstmals durch den Gesetzgeber anerkannt. Der Fokus der Regulierung liegt dabei auf der Sicherstellung der Haftung der Akteure. Auswirkungen auf die Qualität der Informationsverarbeitung der Börse werden dabei aber noch nicht berücksichtigt oder thematisiert.

Dieser Trend setzt sich im ersten und zweiten Finanzmarktförderungsgesetz fort. So wird mit der Gründung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die Finanzmarktaufsicht ausgebaut und gestrafft. Um die Preisfindung an Börsen zu erleichtern, wird neben dem Parketthandel der elektronische Handel als gleichwertiges System eingeführt und konkretisiert, wie Wertpapieraufträge auszuführen sind. Hierzu trägt eine Neudefinition des Börsenpreisbegriffes bei. Dieser bezieht sich jetzt nicht mehr ausschließlich auf im amtlichen Handel ermittelte Preise, sondern auf alle, die an

gesetzlich geregelten Börsen ermittelt wurden. Die auf anderen Handelsplätzen als den regulären Börsen generierten Informationen können damit ebenso in die Preisbildung einfließen. Die Effizienz der Preisfeststellung soll dadurch verbessert werden.

Während das dritte Finanzmarktförderungsgesetz (1997) keine nennenswerten Änderungen bezüglich der Preisfeststellung anstrebt, greift das vierte Finanzmarktförderungsgesetz (2002) wieder Regelungen auf, welche die Preisfindung an der Börse und deren Informationsverarbeitungskapazität beeinflussen sollen. Die wichtigste Neuerung betrifft dabei die Art der Preisfindung. So wird der aus dem amtlichen Markt bekannte Kursmakler und damit die amtliche Feststellung von Börsenpreisen abgeschafft. An ihre Stelle tritt wahlweise die elektronische Preisfindung oder eine durch Skontroführer herbeigeführte. Die Art der Preisfindung kann sich nun je nach Art des Wertpapiers oder des Handelssegments unterscheiden, wobei die im Markt vorhandene Liquidität als Anhaltspunkt dienen kann. Erfolgt die Preisfindung durch Skontroführer, so sind diese ermächtigt, auf eigene Rechnung Liquidität bereitzustellen, wenn sich sonst kein Marktpreis bilden kann. Zudem wird, um die Liquidität zu erhöhen, die Regelung weiter konkretisiert, dass bei nicht näherer Anweisung alle Wertpapierhandelsaufträge an der Börse auszuführen sind. Direktgeschäfte (*Over the Counter*) gelten nicht als gleichwertiger Ersatz. Der sich immer weiter ausbreitende Handel an börsenähnlichen Handelsplätzen wird zudem ebenfalls dem Börsengesetz unterworfen, um ein Mindestmaß an Funktionsfähigkeit und Haftung sicherzustellen.

Mit dem vierten Finanzmarktförderungsgesetz wird der weiter fortschreitenden Ausdifferenzierung des Aktienhandels Rechnung getragen, indem unterschiedliche Arten der Preisfindung zugelassen werden. Allerdings wird dabei von jeweils getrennten Märkten ausgegangen, die sich auf unterschiedliche Bereiche des Aktienhandels fokussieren. Interdependenzen zwischen den Märkten bleiben weitgehend unberücksichtigt.

Dies ändert sich zunehmend mit der wachsenden Rolle der europäischen Ebene im Bereich der Finanzmarktregulierung. Zur Vollendung des Binnenmarktes im Kapitalverkehr treibt die EU-Kommission, beginnend mit dem „Financial Services Action Plan“ aus dem Jahr 1999, die zunehmende Integration des europäischen

Kapitalmarktes voran. Als das erste maßgebliche Ergebnis dieses Handelns kann die im Jahr 2004 verabschiedete und im Jahr 2007 in Kraft getretene „Markets in Financial Instruments Directive“ (MiFID) angesehen werden.

MiFID brachte einige gravierende Änderungen mit sich, die das Aussehen der europäischen Börsenlandschaft stark verändert und zu einer starken Fragmentierung des Aktienhandels beigetragen haben. Allgemeines Ziel war es, den Wettbewerb auf den Kapitalmärkten zu stärken und dessen Regulierung zu harmonisieren. Um mögliche Nachteile aus der Fragmentierung des Handels zu vermeiden, wurden diverse Maßnahmen zur Verbesserung der Markttransparenz eingeführt. Insbesondere wurden die Pflichten zur Vor- und Nachhandelstransparenz ausgeweitet (Gomber und Nassauer 2014). Durch diese Maßnahme sollte es möglich sein, alle relevanten Informationen in die Preisbildung einzubeziehen. Allerdings waren die Ausnahmetatbestände der Richtlinie nicht eng genug gefasst, so dass sich ein nicht unerheblicher Teil des Handels weiterhin den Transparenzpflichten entziehen konnte, obwohl diese Handelsplätze funktional die gleichen Aufgaben wie eine Börse erfüllen (Gomber und Jäger 2014).

Zur Fragmentierung des Handels trug die mit MiFID verfolgte Aufhebung des Börsenvorrangs bei der Ausführung von Handelsaufträgen bei. Er wurde durch die Einführung des „Best Execution“-Prinzips ersetzt. Dabei soll ein Handelsauftrag immer an dem Handelsplatz ausgeführt werden, an dem die besten Konditionen für den Auftraggeber bestehen. Allerdings wurde es versäumt, gleichzeitig Mechanismen einzuführen, welche die Überprüfung der Einhaltung dieses Prinzips ermöglicht hätten (Gomber et al. 2012).

Einige dieser Schwachpunkte werden mit der Verabschiedung von MiFID II (2014) und dessen Implementierung ab dem Jahr 2017 angegangen. Zur Verbesserung des Informationsflusses zwischen den verschiedenen Handelsplätzen soll zunächst ein privatwirtschaftlich betriebener konsolidierter Datenticker für Eigenkapitalprodukte und ähnliche Finanzinstrumente zugelassen werden. Dies soll den Wettbewerb zwischen den einzelnen Börsenplätzen fördern und deren Informationseffizienz verbessern, da nun eine zentrale Informationsquelle zur Verfügung steht und nicht mehr jeder einzelne Akteur die bestehenden Informationen selbständig aggregieren muss. Mittelfristig ist zudem die Einrichtung von konsolidierten Datentickern für Nichteigenkapital-

finanzinstrumente vorgesehen. Dadurch soll die Informationseffizienz der Börsenpreise weiter zunehmen.

Zusätzlich wird zur Verbesserung der Informationseffizienz von Börsen der Handel auf außerbörslichen Handelsplätzen stärker reguliert. Es werden Mindestvoraussetzungen definiert, die u.a. einen diskriminierungsfreien Zugang zu den Handelsplätzen erlauben. Allerdings sind weiterhin begründete Zulassungsbeschränkungen möglich. Zudem wird es nun auch Börsen erlaubt, außerbörsliche Handelsplattformen zu etablieren.

Die Einführung einer Veröffentlichungspflicht für verbindliche Kursofferten auf außerbörslichen Handelsplätzen soll ebenfalls den Informationsfluss verbessern und zu einer Stärkung des Wettbewerbs zwischen unterschiedlichen Handelsplattformen beitragen. Zudem werden Ausnahmen von der Vorhandelstransparenz stark eingeschränkt. Demnach dürfen nur noch maximal vier Prozent des Handels einer Aktie an einem Handelsplatz sowie maximal acht Prozent des Handels an allen Handelsplätzen von der Ausnahme Gebrauch machen. Der Anteil des Handels, welcher in Dark Pools abwandern kann, wird damit stark eingeschränkt.

Damit der Investorenschutz auf Zweitmärkten gewährleistet werden kann, soll auf diesen die Transparenz durch die MiFIR Ergänzung erhöht werden. Dies soll erreicht werden, indem die bestehenden Transparenzregeln von Aktien auf Nicht-Aktien (insbesondere Anleihen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionsrechte und Derivate) ausgeweitet werden (BaFin 2014).

4.3.2 Die Regulierung des Hochfrequenzhandels

Erste Schritte zur Regulierung des Hochfrequenzhandels wurden in Deutschland mit der Verabschiedung des Hochfrequenzhandelsgesetzes (HFT-Gesetz) eingeleitet, das am 15. Mai 2013 in Kraft getreten ist. Die beschlossenen Regelungen beziehen sich dabei auf die Preisfindung sowie auf die Haftung der Marktteilnehmer. Ein primäres Ziel des Gesetzgebers war es, das Verhalten der Hochfrequenzhändler so zu regulieren, dass ein ausgewogenes Verhältnis von Signalen und Transaktionen zustande kommt. Hierfür wird unter anderem die Generierung von Preissignalen, denen keine Handelsabsicht unterliegt, als Marktmanipulation eingestuft. Zudem wird der

Hochfrequenzhandel als Eigenhandel eingestuft und damit dem Wertpapierhandelsgesetz und der Aufsicht durch die BaFin unterworfen. Durch die Einführung von Mindestpreisgrößen sollten die Strategien der Hochfrequenzhändler eingeschränkt werden.

Zudem sollte zur Erleichterung der Durchsetzung von Regulierungen eine eindeutige Identifikation der Handelsteilnehmer ermöglicht werden. Damit können die Haftenden für mögliche Regelverletzungen festgestellt und die oben genannten Sanktionsmechanismen durchgesetzt werden. Die Höhe des minimalen Eigenkapitals der Händler wurde auf 730.000 € festgesetzt, damit haftendes Kapital sicher vorhanden ist.

Die Regulierungen des Hochfrequenzhandels im Rahmen von MiFID II bauen weitgehend auf dem deutschen Hochfrequenzhandelsgesetz auf. So wird nun auf europäischer Ebene eine Erlaubnispflicht für Hochfrequenzhändler eingeführt. Handelssysteme müssen überdies so ausgestaltet werden, dass sie auch in Ausnahmesituationen einwandfrei funktionieren können (Gomber und Nassauer 2014). Wie dies genau umgesetzt werden soll, bleibt offen.

Der Börsenträger ist verpflichtet, Handelssysteme in der Art einzurichten, dass sie einen ordnungsgemäßen Handel erlauben. Hierzu gehört, das Verhältnis von unausgeführten zu ausgeführten Handelsaufträgen möglichst gering zu halten und die Handelstätigkeit einzuschränken, wenn die Kapazitätsgrenze des Handelssystems erreicht wird. So müssen Händler, die ein hohes Verhältnis von unausgeführten zu ausgeführten Handelsaufträgen haben oder die das Handelssystem exzessiv nutzen, höhere Gebühren entrichten. Eine Mindesthaltedauer von Handelsaufträgen fand hingegen nicht Eingang in die Richtlinie (Gomber und Nassauer 2012). Der Zugang zu den „Co-Location“-Services, die integraler Bestandteil vieler Hochfrequenzhandelsstrategien sind, muss diskriminierungsfrei allen Marktakteuren offen stehen.

4.4 Eine ordnungspolitische Bewertung

Wie sind die im Laufe der Zeit erlassenen Regulierungen der Finanzmärkte aus ordnungspolitischer Sicht zu bewerten? Inwieweit sind sie in der Lage, die auftretenden Probleme für eine effiziente Preisfeststellung wirksam zu lösen, die durch die neueren Entwicklungen der Fragmentierung des Handels, sei es auf „hellen“ oder „dunklen“ Handelsplätzen, durch den Hochfrequenzhandel entstanden sind?

Der Gesetzgeber hat mit den Novellen des Börsengesetzes und den vier Finanzmarktgesetzen auf die damals schon zu beobachtende Ausdifferenzierung des Börsenhandels mit der zunehmenden Nutzung alternativer Handelsplattformen reagiert und die bestehenden Regulierungen angepasst. Dadurch wurde sichergestellt, dass der Wettbewerb der Handelsplätze nicht allein auf Basis einer Regulierungsarbitrage ausgetragen wurde, sondern über echte Vorteile für die Marktakteure. Die Reform der Definition des Börsenpreises und seine Ausweitung auf Preise, die auf anderen Handelsplätzen als auf Börsen festgestellt wurden, kann als weiterer Baustein der Etablierung eines funktionierenden Wettbewerbs der Handelsplätze angesehen werden.

Die konsequentesten und für die Handelsstruktur weitreichendsten Änderungen der Regulierung wurden allerdings im Rahmen der Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) erlassen. Aus ordnungspolitischer Sicht ist hier insbesondere die Aufhebung des Börsenvorrangs und Börsenzwangs, der in manchen europäischen Ländern noch existiert hat, zu nennen. Die Aufhebung verstärkte den Wettbewerb zwischen den Handelsplätzen und gab Anreize, neue zu gründen. Wie die Diskussion der empirischen Literatur zeigt, hat sich der Wettbewerb positiv auf die Effizienz der Preisfeststellung ausgewirkt. Hierfür trugen nicht zuletzt die umfangreichen Regelungen zur Sicherstellung der Vor- und Nachhandelstransparenz bei. Nur so ist sichergestellt, dass die Börsenpreise ihre Kommunikationsfunktion erfüllen und die an allen Handelsplätzen generierten Informationen inkorporieren können.

Allerdings haben die in MiFID festgelegten Ausnahmen der Vorhandelstransparenz nicht unerheblich dazu beigetragen, dass sich ein Teil des Handels in Dark Pools verschoben hat. Wenngleich Dark Pools von einzelnen Handelsteilnehmern wegen ihrer Anonymität und den i.d.R. sehr niedrigen Transaktionskosten geschätzt werden, ist

diese Entwicklung aus ordnungspolitischer Sicht gleichwohl kritisch zu beurteilen. Zum einen werden dort oft gerade solche Transaktionen durchgeführt, die, etwa aufgrund ihres Volumens, wichtige Preisinformationen enthalten. Diese Informationen gehen jedoch nicht in die Preisbildung mit ein, da für den Handelsabschluss meist derivativ der Börsenpreis genutzt wird. Zum anderen hat die Diskussion der empirischen Literatur gezeigt, dass der erhöhte Anteil an Dark Pool-Handelsgeschäften negative Auswirkungen auf die Preisbildung an der Börse haben kann. Durch den Entzug von Marktliquidität steigen tendenziell die Bid-Ask-Spreads.

Aus ordnungspolitischer Sicht ist daher zu begrüßen, dass im Rahmen der Überarbeitung von MiFID und der Verabschiedung von MiFID II zusammen mit MiFIR die Regulierungen zur Vorhandelstransparenz noch einmal verschärft wurden und der Anteil des Dark Pool-Handels auf einen niedrigen Prozentsatz beschränkt wird. Sehr marktsensitive Transaktionen können so noch immer ohne Vorhandelstransparenz abgewickelt werden, aber die negativen Auswirkungen werden dennoch reduziert.

Die im Rahmen von MiFID II beabsichtigte Einrichtung eines konsolidierten Datentickers ist aus ordnungspolitischer Sicht ebenfalls zu begrüßen. Er ermöglicht es allen Marktteilnehmern, mit niedrigen Transaktionskosten relevante Informationen zu beziehen. Dies sollte einen weiteren Beitrag zur Verbesserung der Effizienz der Preisfeststellung leisten und zudem den Wettbewerb zwischen den Handelsplätzen stärken.

Die Regulierung des Hochfrequenzhandels ist aus ordnungspolitischer Sicht hingegen kritischer zu beurteilen. Zwar wurde mit dem Hochfrequenzhandelsgesetz ein erster Versuch unternommen, diese Art des Handels zu regulieren. Die meisten Maßnahmen, wie die Markierung von Aufträgen von Hochfrequenzhändlern, sind aber eher retrospektiver Natur und helfen allein, die Frage der Haftung zu klären. Einerseits wurde im Hochfrequenzhandelsgesetz erkannt, dass es sich bei einem hohen Verhältnis von unausgeführten zu ausgeführten Handelsaufträgen um eine Strategie handeln kann, die den Tatbestand des Marktmissbrauchs erfüllt. Andererseits werden, außer möglichen rechtlichen Schritten, keine Maßnahmen ergriffen, die das Problem ex-ante lösen können.

Erst mit den Regelungen in MiFID II und MiFIR wird versucht, solche Strategien durch marktkonforme Lösungen zu unterbinden. Insbesondere die Erlaubnis höherer Gebühren bei einem hohen Verhältnis von unausgeführten zu ausgeführten Handelsaufträgen kann ein wirksames Instrument zur Unterbindung dieser Strategie sein. Da es den Trägern der Handelsplätze freigestellt ist, wie sie diese Gebührenstruktur aufbauen, kann sie als zusätzlicher Wettbewerbsparameter eingesetzt werden und damit den Wettbewerb zwischen den Handelsplätzen weiter befördern. Ähnliches gilt für die Möglichkeit der Erhebung höherer Gebühren bei exzessiver Nutzung des Handelssystems. Dies ermöglicht eine verursachergerechte Finanzierung der Handelsplätze und deren notwendigen Ausbau, wenn es deshalb zu Kapazitätsengpässen kommt. Zudem sind diese Gebühren ein weiterer Wettbewerbsparameter, der von den Handelsplätzen genutzt werden kann.

Allerdings löst dieses Instrument ein Grundproblem nicht, das dem Hochgeschwindigkeitshandel inhärent ist. Der Hochgeschwindigkeitshandel im mittlerweile erreichten Geschwindigkeitsbereich zeichnet sich unter anderem dadurch aus, dass der schnellste Händler den Großteil des Gewinns abschöpft, es aufgrund des Unterschieds in der Geschwindigkeit zu einem Transfer von den Langsamen zu den Schnellen kommt (Gai et al. 2012). Dies hat zur Folge, dass die Händler in einem steten Wettkampf große Summen investieren, um einen relativen Geschwindigkeitsvorsprung sicherzustellen. Durch die Forderung von MiFID II, diskriminierungsfreien Zugang zu Co-Location-Services für alle Marktteilnehmer zu gewährleisten, wird zwar versucht, gleiche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen, allerdings senkt dies nur bedingt die Anreize, weiterhin in die Steigerung der eigenen Handelsgeschwindigkeit zu investieren.

Ebenso sind so rein auf Geschwindigkeit beruhende Handelsstrategien wie etwa das „front-running“ weiterhin möglich. Hochgeschwindigkeitshändler haben aufgrund ihrer Geschwindigkeit mehr Informationen zur Verfügung als andere Händler, da sie deren Handlungen abwarten und ihre eigenen in der Folge darauf abstimmen können. Aus ordnungspolitischer Sicht sind solche künstlich geschaffenen Informationsasymmetrien kritisch zu beurteilen. Ziel der Ordnungspolitik ist es, gerade solche Asymmetrien abzubauen, um ein möglichst reibungsloses Funktionieren des Marktprozesses ermöglichen zu können. Die Informationsasymmetrie könnte nur überwunden werden, wenn die Hochfrequenzhändler verpflichtet wären, ihre Handelsdaten aktuell

bereitzustellen. Da die von Hochfrequenzhändlern generierte Datenmenge i.d.R. sehr groß ist, ist es allerdings fraglich, ob dies technisch umsetzbar wäre. Eventuell würde dadurch das Problem nur verschoben, da eine zeitnahe Verarbeitung dieser Datenmengen wiederum große Computerkapazitäten erfordern würde.

5. Zusammenfassung

Die effiziente Allokation von Ressourcen ist eine der zentralen Triebfedern wirtschaftlichen Wachstums in einer modernen Volkswirtschaft. Die dafür notwendigen Informationen werden nicht zuletzt durch den Handel an Börsenplätzen generiert. Allerdings haben verschiedene Entwicklungen in den letzten Jahren die Preisfindung an den Börsen stark verändert. Hierzu zählen eine starke Zunahme der Fragmentierung des Handels, das Aufkommen von Dark Pools, die als alternative Handelsplätze nur sehr wenig öffentlich zugängliche Informationen generieren, und der Hochfrequenzhandel, der zu einer extremen Beschleunigung des Handels beigetragen hat. Das Ziel dieses Gutachtens besteht darin, aus ordnungspolitischer Sicht herauszuarbeiten, inwiefern diese Entwicklungen die Effizienz der Preisfeststellung beeinflussen, wie der Gesetzgeber auf diese neuen Herausforderungen reagiert hat und an welchen Stellen weiterhin ordnungspolitischer Handlungsbedarf gesehen wird.

Nach der von Walter Eucken mitbegründeten Schule der Ordnungsökonomik besteht die Aufgabe des Staates in der Schaffung eines einheitlichen Regelrahmens, innerhalb dessen die wirtschaftlichen Akteure frei von Diskriminierung ihren Interessen nachgehen können. Die dabei zu berücksichtigenden konstituierenden Prinzipien sollen sicherstellen, dass der Markt möglichst friktionslos funktioniert und eine effiziente Preisbildung sicherstellt.

(Markt-)Preise werden dabei als Signale verstanden, die „die gesamtwirtschaftlichen Knappheiten immer erneut und denkbar exakt anzeigen“ (Eucken 1952/2004, S. 162) und auf diese Weise die Einzelpläne der Individuen koordinieren. Die im Kapitel 3 beschriebenen Idealvorstellungen des Gesetzgebers über das Zustandekommen des Börsenpreises entsprechen in vieler Hinsicht dem von Eucken vertretenen Ideal eines funktionsfähigen Preissystems. Die in Kapitel 4 beschriebenen Entwicklungen, insbesondere die zunehmende Abwanderung in intransparente und unbekanntere Handelsplattformen sowie das Aufkommen des Hochfrequenzhandels lassen Zweifel darüber aufkommen, ob die Realität der Preisfeststellung mit den Vorstellungen des Gesetzgebers in Übereinstimmung zu bringen ist.

Die zunehmende Fragmentierung des Börsenhandels, die insbesondere durch die Umsetzung der MiFID Richtlinie 2007 beschleunigt wurde, ist aus ordnungspolitischer Sicht allgemein zu begrüßen. Das Entstehen mehrerer Handelsplätze stärkt den Wettbewerb zwischen diesen und senkt die Transaktionskosten der Marktteilnehmer. Empirische Untersuchungen zur Umsetzung der Richtlinie liefern im Allgemeinen Evidenz für eine Senkung der Bid-Ask-Spreads und bestätigen damit die positiven Effekte der Fragmentierung.

Problematischer ist hingegen eine Zunahme der Fragmentierung, bei der ein nicht unerheblicher Teil des Handels in sogenannte Dark Pools abwandert. Dark Pools veröffentlichen deutlich weniger Informationen als reguläre Handelsplätze. Informationen, die der Dark Pool-Handel generiert, können nicht in die Preisfindung einfließen, wodurch diese verzerrt wird. Zudem zeigen empirische Studien, dass ein hoher Anteil an Dark Pool-Handel tendenziell zu einer Erhöhung der Marktvolatilität und einer Vergrößerung der Bid-Ask-Spreads beiträgt. Hierdurch wird die Effizienz der Preisfindung stark beeinträchtigt.

Ein weiteres Problem von Dark Pools liegt aus ordnungspolitischer Perspektive darin begründet, dass nicht alle Marktteilnehmer in gleichem Maße Zugang zu diesen alternativen Handelssystemen haben. Meist sind diese den großen Händlern vorbehalten. Dies macht es umso wahrscheinlicher, dass die dort generierten Informationen ihren privaten Charakter behalten und nicht in die Preisfindung eingehen, was die Funktionsweise des Preismechanismus weiter einschränkt.

Neben den Dark Pools ist der zunehmende Anteil, den Hochfrequenzhändler am Börsengeschehen haben, aus ordnungspolitischer Perspektive kritisch zu sehen. Einige der Handelsstrategien der Hochgeschwindigkeitshändler basieren auf einem relativen Geschwindigkeitsvorteil gegenüber anderen Händlern bzw. dem Handelssystem der Börse (quote stuffing). Die Erträge dieses Handelns stellen jedoch vielfach nur einen Transfer von den langsamen zu den schnelleren Händlern dar. Zudem ist fraglich, ob die hohen Investitionen, die zur Aufrechterhaltung eines relativen Geschwindigkeitsvorteils notwendig sind, aus gesamtwirtschaftlicher Sicht sinnvoll sind. Während in Zeiten geringer Unsicherheit weniger negative externe Effekte zu erwarten sind, kann der Hochfrequenzhandel bei Unsicherheit verstärkend wirken.

Zudem hat die Tätigkeit von Hochfrequenzhändlern die Tendenz, die Bid-Ask-Spreads für alle Nicht-Hochfrequenzhändler zu erhöhen. Dies macht den jeweiligen Markt für „reguläre“ Händler unattraktiver. Der Anreiz, auf alternative Handelsplätze auszuweichen oder nur einen Teil der Order auf dem regulären Markt sichtbar einzustellen, hat sich in dieser Folge erhöht.

Aus ordnungsökonomischer Sicht besteht somit Bedarf nach einer Börsenregulierung, die einen diskriminierungsfreien Zugang aller Marktteilnehmer zu Börsengeschäften ermöglicht und gleichzeitig dazu beiträgt, dass die Preisfindung auf Börsen unverzerrt stattfinden kann und möglichst alle relevanten Informationen herangezogen werden können. Zudem gilt es, Informationsasymmetrien zwischen einzelnen Marktteilnehmern zu minimieren.

Die im Zuge der Neufassung der Finanzmarkttrichtlinie der Europäischen Union geänderten Regulierungen (MiFID II) greifen einige der diskutierten Probleme auf und gehen ein gutes Stück in eine ordnungspolitisch sinnvolle Richtung. So wird das maximal erlaubte Volumen des Dark Pool-Handels, das von allen Informationspflichten entbunden ist, stark reduziert. Zudem werden die Vorschriften zur Handelstransparenz und der Pflicht zu umfassendem Reporting mittelfristig auf Anleihen, strukturierte Produkte und Derivate ausgedehnt. Die Einführung eines konsolidierten Datentickers scheint geeignet, die Menge und Qualität von Informationen zu verbessern. Damit einhergehend sollte sich die Effizienz der Preisfeststellung deutlich verbessern. Gleichzeitig kann so der Wettbewerb zwischen Börsenplätzen intensiviert werden.

Allerdings bleibt abzuwarten, inwieweit sich diese Vorschriften umsetzen lassen, da bspw. nicht klar geregelt wurde, wie das aktuelle Volumen des Dark Pool-Handels gemessen werden soll. Zudem ist der Handel sehr großer Aktienpakete weiterhin ohne Limit in Dark Pools erlaubt. Es ist daher zu erwarten, dass eine nicht unerhebliche Informationsmenge weiterhin nicht in die Börsenpreisbildung eingeht und die Effizienz der Ressourcenallokation gemindert bleibt.

Zudem ist es fraglich, ob die avisierten Änderungen der Regulierung der Hochfrequenzhändler zielführend sind. Die eigentliche Problematik der Vergrößerung

der Bid-Ask-Spreads, die durch Hochfrequenzhandelsstrategien erzeugt wird, wird allenfalls rudimentär adressiert. Hierfür wäre eine möglichst umfangreiche und aktuelle Veröffentlichung der Handelsdaten (insb. der Ordervolumen) durch die Hochfrequenzhändler notwendig. Auf diese Weise könnten die anderen Marktteilnehmer adäquat ihre Strategien anpassen. So würde der Informationsvorsprung der Hochfrequenzhändler vermindert und die Effizienz der Preisfindung könnte verbessert werden.

Aus ordnungspolitischer Sicht zu begrüßen ist jedoch die neu eingeführte Möglichkeit, Hochfrequenzhändler für ihre überproportional hohe Nutzung der Marktinfrastruktur durch Anpassung der Nutzungsgebühren heranzuziehen. Hierdurch können von Hochfrequenzhändlern verursachte Kosten durch Ausbau und Überwachung der Handelssysteme diesen angelastet werden. In diesem Zusammenhang ist zu kritisieren, dass die Einführung einer Mindesthaltepflicht von Angeboten durch Hochfrequenzhändler im Rahmen der MiFID II Beratungen verworfen wurde. Sie wäre eventuell ein geeignetes Instrument gewesen, den Rüstungswettlauf zwischen Händlern abzuschwächen.

6. Thesen zur Reform der Börse aus ordnungspolitischer Perspektive

Aus ordnungsökonomischer Perspektive sollten (Re-)Regulierungsbestimmungen darauf zielen, Informationsasymmetrien auf den Finanzmärkten abzubauen und die Funktionsweise des Preissystems zu stärken. Dabei ergeben sich prinzipiell zwei Möglichkeiten: Erstens können die Bestimmungen zur Börsenpreisfeststellung weiter verschärft werden; zweitens kann die Anwendung dieser Bestimmungen auf Bereiche ausgedehnt werden, in denen Preise bislang auf anderem Wege ermittelt wurden. Dieser zweite Punkt ist bedeutsam, weil das Zustandekommen von Marktpreisen auf außerbörslichen Handelsplattformen für andere Finanzmarktinstrumente als Aktien nicht dem Börsengesetz unterliegt und daher weniger Transparenz und Sicherheit für die Marktteilnehmer bietet, etwa im Bereich des Derivatehandels (Admati und Hellwig 2014, S. 118-125). Gleichzeitig werden Informationen über Transaktionen auf Schattenmärkten den Teilnehmern des regulierten Marktes zumindest teilweise vorenthalten und verringern so den Informationsgehalt der Preise (Europäische Kommission 2010, S. 22). Die Überwachung der Preisbildung auf außerbörslichen Handelsplattformen könnte daher die Rolle des Preises als verlässliches Signal für Anleger stärken.

Die Globalisierung des Finanzmarktes ist aus der Eucken'schen Perspektive ausdrücklich zu begrüßen: Weltweite Anlagemöglichkeiten bedeuten eine verbesserte Allokationseffizienz des Marktes und brechen lokale Machtpositionen. Hingegen besteht die Gefahr eines Deregulierungswettbewerbs, der die Wirtschaftsverfassung einzelner Staaten aushöhlt. Zudem haben systemische Risiken häufig globalen Charakter (Sachverständigenrat 2014, S. 197). Aus ordnungspolitischer Sicht ist daher ein gewisses Maß an internationaler Zusammenarbeit unerlässlich, die Aufsichtskompetenzen bündelt und gemeinsame Standards etabliert. Langfristiges Ziel sollte die Schaffung eines internationalen Ordnungsrahmens für die Finanzaufsicht sein.

Folgende Thesen fassen den ordnungspolitischen Reformbedarf zusammen:

Hochfrequenzhandel stärker zur Finanzierung der Börseninfrastruktur heranziehen

Hochfrequenzhändler tragen mit ihrem überdurchschnittlichen Anteil an Daten, der von den Handelsplattformen verarbeitet werden muss, überproportional zu den Kosten einer Handelsplattform bei. Aus ordnungspolitischer Sicht sollten diese daher dazu angehalten werden, die Ausnutzung der mit MiFID II möglichen Ausdifferenzierung der Gebührenstruktur zu vollziehen. So kann eine verursachergerechte Zuordnung der Kosten erfolgen und es können sich Handelsplattformen entwickeln, die unterschiedliche Grade an Hochfrequenzhandel aufweisen. Dies kann den Wettbewerb zwischen Handelsplätzen erhöhen und so zu einer Stärkung der Effizienz der Preisfeststellung beitragen.

Mindesthaltefrist für Hochfrequenzhändler nochmals überdenken

Aus ordnungspolitischer Sicht erscheint es sinnvoll, die Einführung einer Mindesthaltefrist nochmals zu überdenken. Sie kann dazu beitragen, den Rüstungswettlauf um immer höhere Geschwindigkeiten zumindest abzuschwächen. Im Gegensatz zu der im Gesetzgebungsprozess zu MiFID II diskutierten globalen Einführung wäre es ordnungspolitisch durchaus sinnvoll, diese Einführung den einzelnen Betreibern der Handelsplattformen zu überlassen. Durch den so induzierten Wettbewerb kann dann die beste Lösung ermittelt werden. Zudem lassen sich auf diese Weise die von den Gegnern einer Mindesthaltefrist vorgebrachten Argumente entschärfen. Sollte es wirklich zu den befürchteten negativen Konsequenzen für die Liquidität kommen, können die Marktteilnehmer immer noch auf andere Plattformen ausweichen und der Betreiber kann seine Entscheidung revidieren.

Literaturverzeichnis

Admati, A., DeMarzo, P., Hellwig, M., Pfleiderer, P., 2013, Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Socially Expensive, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods Bonn 2013/23.

Admati, A., Hellwig, M., 2014, Des Bankers neue Kleider, FinanzBuch Verlag, München.

Adrian, T., Shin, H., 2009, Money, Liquidity, and Monetary Policy, American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 99, No. 2, S. 600-605.

Adrian, T., 2014, Financial stability policies for shadow banking, Staff Reports 664, Federal Reserve Bank of New York.

Amihud, Y., Lauterbach, B., Mendelson, H., 2003, The Value of Trading Consolidation: Evidence from the Exercise of Warrants, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 38, S. 829–846.

BaFin, 2014, MiFID II / MiFIR: ESMA konsultiert Entwürfe für Technische Regulierungs- und Durchführungsstandards, Meldung vom 19. Dezember 2014, verfügbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2014/meldung_141219_esma_konsultation_mifid.html

BaFin, 2015, Grauer Kapitalmarkt, verfügbar unter http://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Investieren/GrauerKapitalmarkt/grauer_kapitalmarkt_artikel.html

Barberis, N., Shleifer, A., 2003. Style Investing, Journal of Financial Economics, Vol. 68, S. 161-199.

Bennett, P., Wei, L., 2006, Market Structure, Fragmentation, and Market Quality, Journal of Financial Markets, Vol. 9, S. 49-78.

Berger, M., 2003, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt Börsen- und Wertpapierrecht, Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt a. M., Institut for Law and Finance Working Paper No. 5.

Biais, B., Foucault, T., Moinas, S., 2011, Equilibrium Algorithmic Trading. Working Paper, Toulouse University.

Böhm, F., 1928, Das Problem der privaten Macht. Ein Beitrag zur Monopolfrage, in: Mestmäcker, E. (Hrsg.), 1960, Reden und Schriften über die Ordnung einer freien Gesellschaft, einer freien Wirtschaft und über die Wiedergutmachung, C. F. Müller, Karlsruhe, S. 25-45.

Böhm, F., Eucken, W., Großmann-Doerth, H., 1936, Unsere Aufgabe, in: Goldschmidt, N., Wohlgemuth, M. (Hrsg.), 2008, Grundtexte zur Freiburger Tradition der Ordnungsökonomik, Mohr Siebeck, Tübingen, S. 27-37.

Boehmer, E., Boehmer, B., 2003, Trading Our Neighbor's ETF: Competition or Fragmentation? Journal of Banking and Finance, Vol. 27, S. 1667-1703.

Brandes, Y., Domowitz, I., 2010, Alternative Trading Systems in Europe: Trading Performance by European Venues Post-MiFID, Journal of Trading, Vol. 5, S. 17-30.

Buchanan, M., Tse, J., Vincent, D., Lin, X., Kumar, A., 2011, Measuring Dark Pools' Impact, Portfolio Strategy, Credit Suisse Europe, January.

Buck-Heeb, P., 2014, Kapitalmarktrecht (7. Aufl.), C. F. Müller, Heidelberg.

Buti, S., Rindi, B., Werner, I., 2011, Diving into Dark Pools, Working Paper.

Buti, S., Rindi, B., Werner, I., 2014, Dark Pool Trading Strategies, Market Quality and Welfare, Charles A. Dice Center Working Paper No. 2010-10.

Comerton-Forde, C., Putnins, T., 2012, Dark Trading and Price Discovery, Working Paper.

De Long, B.J., Shleifer, A., Summers, L., Waldmann, L., 1990, Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation, *Journal of Finance*, Vol. 45, S. 379-396.

Degryse, H., De Jong, F., Van Kervel, V., 2011, The Impact of Dark Trading and Visible Fragmentation on Market Quality, *Review of Finance*, Vol. 19, S. 1587-1622.

Economides, N., 1996, The Economics of Networks, *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 14, S. 673-699.

Egginton, J, Van Ness, B., Van Ness, R., 2014, Quote Stuffing, University of Mississippi, Mimeo.

Eucken, W., 1932, Staatliche Strukturwandlungen und die Krisis des Kapitalismus, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 36, S. 297-321.

Eucken, W., 1934/1954, *Kapitaltheoretische Untersuchungen* (2. Aufl.), J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.

Eucken, W., 1938, Die Überwindung des Historismus, *Schmollers Jahrbuch*, Vol. 62, Duncker & Humblot, München, S. 63-86.

Eucken, W., 1940/1989, *Die Grundlagen der Nationalökonomie*, Springer, Berlin.

Eucken, W., 1952/2004, *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*, Mohr Siebeck, Tübingen.

Europäische Kommission, 2010, *Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*. Public consultation.

Fama, E., 1970, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, Vol. 25, S. 383-417.

Feld, L., Köhler, E., 2011, Ist die Ordnungsökonomik zukunftsfähig?, Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik, Vol. 12, S. 173-195.

Fidessa, 2015, Fidessa Fragmentation Index, <http://fragmentation.fidessa.com/>

Financial Stability Board, 2011, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Financial Stability Board, Basel.

Financial Stability Board, 2013, A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities, Financial Stability Board, Basel.

Foley, S., Malinova, K., Park, A., 2013, Dark Trading on Public Exchanges, Working Paper.

Foucault, T., Menkveld, A., 2008, Competition for Order Flow and Smart Order Routing Systems, Journal of Finance, Vol. 63, S. 119-158.

Froot, K., Scharfstein, D., Stein, J., 1992, Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation, Journal of Finance, Vol. 47, S. 1461-1484.

Gai, J, Yao, C., Ye, M., 2012, The Externalities of High-Frequency Trading, University of Illinois at Urbana-Champaign Working Paper.

Gajewski, J-F., Gresse, C., 2007, Centralised Order Books Versus Hybrid Order Books: A Paired Comparison of Trading Costs, Journal of Banking and Finance, Vol. 31, S. 2906-2924.

Gomber, P., Jäger B., 2014, MiFID: Eine systematische Analyse der Zielerreichung, SAFE White Paper Series No. 14.

Gomber, P., Nassauer, F., 2014, Neuordnung der Finanzmärkte in Europa durch MiFID II/ MiFIR, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, Vol. 26, S. 250-260.

Gomber, P., Pujol, G., Wranik, A., 2012, Best Execution Implementation and Broker Policies in Fragmented European Equity Markets, *International Review of Business Research Papers*, Vol. 8, S. 144-162.

Gomber, P., Sagade, S., Theissen, E., Weber, M.C., Westheide, C., 2013, Competition/Fragmentation in Equities Markets: A Literature Survey, *SAFE Working Paper Series No. 35*.

Gresse, C., 2015, Effects of Lit and Dark Market Fragmentation on Liquidity, *Working Paper*.

Gurlit, E., Mülbart, P., 2012, Der Börsenträger im Spannungsfeld von Gemeinwohlauftrag und Privatinteresse, *Nomos*, Baden Baden.

Harris, L., 1993, Consolidation, Fragmentation, Segmentation, and Regulation, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 2, S. 1-28.

Hayek, F., 1945, Die Verwertung des Wissens in der Gesellschaft, in: Hayek, F., 2007, *Wirtschaftstheorie und Wissen. Aufsätze zur Erkenntnis- und Wissenschaftslehre (Gesammelte Schriften)*, Mohr Siebeck, Tübingen, S. 57-70.

Hayek, F., 1967, Rechtsordnung und Handelsordnung, in: Vanberg, V. (Hrsg.), 2011, *Hayek Lesebuch*, Mohr Siebeck, Tübingen, S. 76-114.

Hellwig, M., 1982, Zur Informationseffizienz des Kapitalmarktes, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, Vol. 102, S. 1-27.

Hendershott, T., Jones, C., Menkveld, A., 2011, Does Algorithmic Trading Improve Liquidity?, *Journal of Finance*, Vol. 66, S. 1-33.

Hengelbrock, J., Theissen, E., 2009, Fourteen at One Blow: The Market Entry of Turquoise, *SSRN Working Paper*.

Jiang, C., McInish, T., Upson, J., 2011, Why Fragmented Markets Have Better Market Quality: The Flight of Liquidity Order Flows to Off Exchange Venues, Working Paper.

Jones, C. 2013, What Do We Know about High-Frequency Trading? Columbia Business School Working Paper.

Kumpan, C., 2007, Carrot and Stick – The EU's Response to New Securities Trading Systems, European Company and Financial Law Review, Vol. 3, S. 383-407.

lexexakt Rechtslexikon, 2015, Anstalt des öffentlichen Rechts, verfügbar unter <http://www.lexexakt.de/index.php/glossar?title=anstaltdesoeffentlichenrechts.php>

Madhavan, A., 1995, Consolidation, Fragmentation, and the Disclosure of Trading Information, Review of Financial Studies, Vol. 8, S. 579-603.

Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) (2004), Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, Richtlinie 2004/39/EG.

Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II) (2014), Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente.

Mendelson, H., 1987, Consolidation, Fragmentation, and Market Performance, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 22, S. 189-208.

Menkveld, A., 2013, High Frequency Trading and the New Market Makers, Journal of Financial Markets, Vol. 16, S. 712-740.

Menkveld, A., 2014, High-Frequency Traders and Market Structure, Financial Review, Vol. 49, S. 333-344.

Nimalendran, M., Ray, S., 2014, Informational Linkages Between Dark and Lit Trading Venues, Journal of Financial Markets, Vol. 17, S. 230-261.

O'Hara, M., Ye, M., 2009, Is Market Fragmentation Harming Market Quality?, Journal of Financial Economics, Vol. 100, S. 459-474.

Pagano, M., 1989, Trading Volume and Asset Liquidity, Quarterly Journal of Economics, Vol. 104, S. 255-274.

Rawls, J., 1975, Eine Theorie der Gerechtigkeit, Suhrkamp, Frankfurt a. M.

Riordan, R., Storkenmaier, A., Wagener, M., 2011, Do Multilateral Trading Facilities Contribute to Market Quality? SSRN Working Paper.

Riordan, R., Storkenmaier, A., 2012, Latency, Liquidity and Price Discovery, Journal of Financial Markets, Vol. 15, S. 416-437.

Rüstow, A., 1932, Die staatspolitischen Voraussetzungen des wirtschaftspolitischen Liberalismus, in: Hoch, W. (Hrsg.), 1963, Alexander Rüstow: Rede und Antwort, Martin Hoch Druckerei und Verlagsgesellschaft, Ludwigsburg, S. 259-258.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2014, Mehr Vertrauen in Marktprozesse: Jahresgutachten 2014/15, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.

Schlesinger, H., 1987, Kapitalmarkt, Kapitalbildung und Kapitalallokation, in: Schneider, D. (Hrsg.), Kapitalmarkt und Finanzierung (Schriften des Vereins für Socialpolitik), Duncker & Humblot, Berlin, S. 17-47.

Schönemann, F., 2010, Die Organisationsstruktur der Börse, Duncker und Humblot, Frankfurt a. M.

Securities and Exchange Commission (SEC), 2005, Regulation National Market System (Reg NMS) Rule 611, Washington, D.C.

Securities and Exchange Commission (SEC), 2010, Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010, Washington, D.C.

Shorter, G., Miller, R., 2014, Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments, Congressional Research Service R43739.

Soltani, B., Mai, H., Jerbi, M., 2011, Transparency and Market Quality: An Analysis of the Effect of MiFID on Euronext, International Conference of the French Finance Association (AFFI), May 11-13, 2011, SSRN Working Paper.

Stoll, H.R., 2001, Market Fragmentation, Financial Analysts Journal, Vol. 57, S. 16-20.

Tuttle, L., 2013, Alternative Trading Systems: Description of ATS Trading in National Market System Stocks, DERA staff white papers.

Vanberg, V., 1988, „Ordnungstheorie“ as Constitutional Economics – The German Conception of a „Social Market Economy“, ORDO Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, Vol. 39, S. 17-31.

Vanberg, V., 1997, Die normativen Grundlagen von Ordnungspolitik, ORDO Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, Vol. 48, S. 707-726.

Vanberg, V., 2004, Bürgersouveränität und wettbewerblicher Föderalismus: das Beispiel der EU, in: Vanberg, V., 2008, Wettbewerb und Regelordnung, Mohr Siebeck, Tübingen, S. 117-151.

Weaver, D., 2011, Off-Exchange Reporting and Market Quality in a Fragmented Market Structure, Working Paper.

Weidmann, J., 2014, Die gesamtwirtschaftliche Bedeutung von Kapitalmärkten, Rede beim Jahresempfang des Deutschen Aktieninstituts e. V. am 22. Mai 2014.

Ye, M., 2011, A Glimpse into the Dark: Price Formation, Transaction Costs and Market Share of the Crossing Network, University of Illinois at Urbana-Champaign Working Paper.

Zhang, X.F., 2010, High-Frequency Trading, Stock Volatility, and Price Discovery, SSRN Working Paper.

Zhu, H., 2014, Do Dark Pool Harm Price Discovery?, *Review of Financial Studies*, Vol. 27, S. 747-789.