

OTC-Handel mit nichtkotierten Aktien

Dissertationsprojekt

UFSP Brown Bag Lunch

24. Februar 2015



1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

1 Motivation

- Erscheinung, Funktionsweise und Bedeutung des OTC-Handels mit nichtkotierten Aktien in der Schweiz
- Abgrenzung und Qualifikation der untersuchten OTC-Plattformen
- Materielle Rahmenbedingungen in geltendem und revidiertem Recht
- Identifikation von Risiken, Regulierungsdefiziten und Reformansätzen

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

1 A g e n d a

1 Motivation / Agenda

2 Realien

2.1 Markt

2.2 Funktionsweise

2.3 Konkurrenz der Handelsplätze

3 Abgrenzung Börse / OTC

3.1 Annäherung der Handelssysteme

3.2 Phasen der Abgrenzung

3.3 Abgrenzungskriterien

3.4 Qualifikation

4 Materielles

4.1 Pflichten der Handelsplattformen

4.2 Pflichten der Emittenten

5 Fazit

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

2.1 Markt

- Markt dominiert durch 4 Anbieter
 - Berner Kantonalbank (BEKB)
 - Zürcher Kantonalbank (ZKB)
 - Lienhardt & Partner
 - BPL Bondpartners SA
- Emittenten
 - Listing an mehreren Plattformen
 - Ca. 310 KMU
 - Marktwert Free Float zwischen CHF 1 und 200 Mio.

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

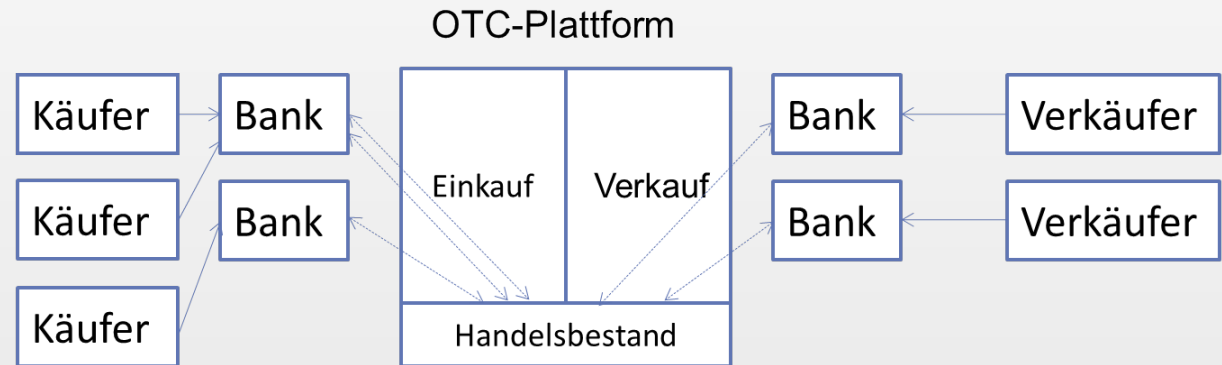
2.1 Markt

- Anleger
 - Privatanleger
 - Kaum institutionelle Anleger (aufgrund geringer Liquidität)
- Umsatz
 - ca. CHF 200 Mio. p.a. (Schätzung)
 - Vergleich: Aktienhandel SIX CHF 843 Mia. (2014)
- Bedeutung
 - Geschäftsfeld für inlandsorientierte Banken
 - Finanzierung von KMU über Kapitalmarkt?

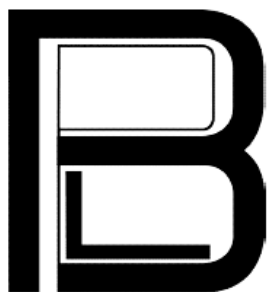
1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

2.2 Funktionsweise

- Market Making mit Kurslisten



Darstellung in Anlehnung an Baumeister (2003), 474



BONDPARTNERS S.A.

Avenue de l'Elysée 24

Case postale

CH - 1001 LAUSANNE

Téléphone : +41 (0) 21/613 43 43

Téléfax : ++41 (0) 21/617 97 15

Web : www.bpl-bondpartners.ch



Helvetica Liste des titres cotés au 20 FÉVRIER 2015

INDUSTRIE ET FINANCE

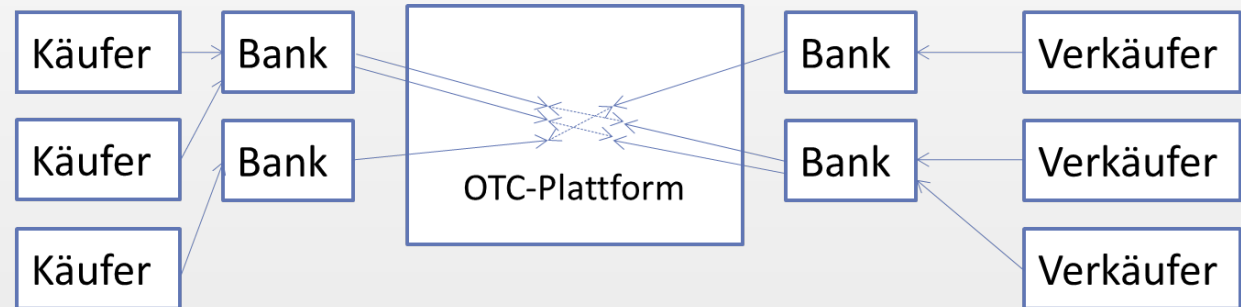
EUROCLEAR	:	90439
CLEARSTREAM	:	13625
SIX SIS	:	CH 100.582
ICMA	:	74.155

NOM	VALEUR	MONNAIE	DEMANDE	OFFRE
Agricola Ticinese SA	238541	CHF	325	-
Agruna N	140241	CHF	2900	-
Aubonne Ste Elec. N Série A	918360	CHF	175	-
Aubonne Ste Elec. N Série B	918361	CHF	1800	-
Auto Holding N	3201868	CHF	350	- 374
Avancon Fm Bex N	247790	CHF	850	- 1200
Az Medien AG	3088868	CHF	1500	-
Bad Schinznach	385703	CHF	2150	-
Beau-Rivage Palace SA	1072696	CHF	193	- 210
Caran D'ache N "B"	157005	CHF	8500	-
Casino-Kursaal Interlaken N	198951	CHF	210	- 260

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

2.2 Funktionsweise

- Handelssystem mit ausschliesslichem Matching



Darstellung in Anlehnung an Baumeister (2003), 474

- Matched Principal Trading

Neue Zürcher Zeitung, Zürich

Member of Liquidity-Index Top50-Index Premium-Index [Kennzahlen](#)

Segment	Medien	Aktien	40'000
Valor	12651797	Nominal	100
ISIN	CH0126517975	Kapitalisierung	226.000 M
RIC	CH12651797=BEKB	Typ	N
Gelistet seit	20.04.2011	Website	
+/- % 1 Jahr	5.61	+/- 1 Jahr	300.00 (5'350.00:5'650.00)



14 Tage | 50 Tage | 1 Jahr | 2 Jahre | 3 Jahre | Max

Last: 5'750.00(1)
27.10.2014 10:27

Orderbuch

Bid-Size	Bid	Ask	Ask-Size
6	5'650.00	5'990.00	5

News

- 28.07.2014: Favoriten-Update 2014
- 16.04.2014: Licht und Schatten
- 28.04.2014: Ein Votum gegen Finanzinvestoren
- 17.03.2014: NZZ halbiert Dividende

Neue Zürcher Zeitung

- [Neue Zürcher Zeitung, Zürich \(138001\)](#)
- [Neue Zürcher Zeitung, Zürich \(12651797\)](#)

Letzte 5 Trades

Datum	Zeit	Price
27.10.2014	10:27	5'750.00
23.10.2014	08:18	5'700.00
10.10.2014	10:27	5'800.00
03.10.2014	12:14	5'725.00
26.09.2014	09:12	5'790.00

» mehr

High - Low

Periode	Low	High
7 Tage		
30 Tage	5'700.00	5'750.00
365 Tage	5'325.00	6'250.00

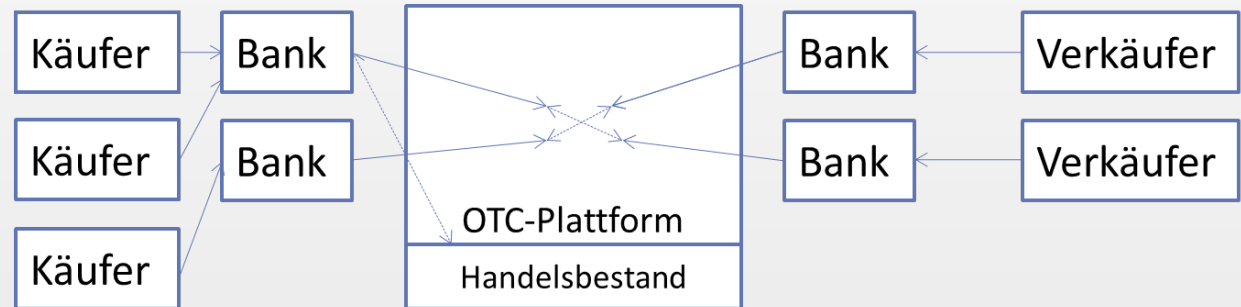
Jahresumsätze

Jahr	Vol.	Umsatz	Trades
2014	561	3'276'825	164
2013	679	3'717'272	152
2012	541	3'361'590	163
2011	638	4'802'290	175
2010		kein Umsatz	

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

2.2 Funktionsweise

- Handelssystem mit Matching und Market Making



Darstellung in Anlehnung an Baumeister (2003), 474

2.3 Konkurrenz der Handelsplätze

1 Motivation / Agenda

2 Realien

3 Abgrenzung Börse / OTC

4 Materielles

5 Fazit

- Konkurrierende Handelsplätze
 - BX Berne Exchange
 - SIX Small Caps
- Dekotierungstendenz
 - Wechsel von KMU auf OTC-Plattformen
 - Gründe
 - Hohe Anforderungen und Kosten der Kotierung
 - Geringer Nutzen bei Illiquidität an Börse

3.1 Annäherung der Handelssysteme

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

Börsenhandel

OTC-Handel

Präsenzbörse
Zentralisierung von Ort
und Zeit

Market Maker
Dezentrale Stellung von
Geld- und Briefkursen



Technischer
Fortschritt



**Elektronische
Börse**

**Elektronisches
Handelssystem**

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

3.2 Phasen der Abgrenzung

- Dichotomie Börse und Effekthändler
- Schutzzweckbezogene Einzelfallregulierung
 - No-Action Letter Ansatz ab 1984 (USA)
 - Börsenähnliche Einrichtung im BEHG (1997)
- Generell-abstrakte Abgrenzung
 - USA: Regulation ATS (1998)
 - EU: MiFID I (2011) und II (2014/2016)
 - CH: E-FinfraG

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

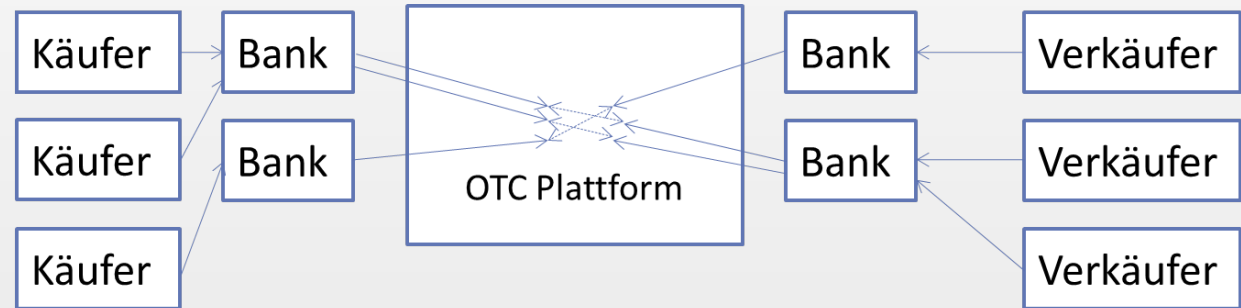
3.3 Abgrenzungskriterien

- Multilateraler vs. bilateraler Handel
 - Multilateral
 - Zusammenführen der Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten
 - Mehrere potenzielle Gegenparteien
 - Bilateral
 - Vertragsschluss immer nur mit einer Gegenpartei
 - Händler tätigt jedes Geschäft für eigene Rechnung (Eigenthändler) → Marktrisiko
 - Matched Principal Trading?

3.3 Abgrenzungskriterien

- Multilateraler vs. bilateraler Handel

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit



Darstellung in Anlehnung an Baumeister (2003), 474

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

3.3 Abgrenzungskriterien

- Nichtdiskretionärer vs. diskretionärer Handel
 - Nichtdiskretionär
 - Zusammenführen erfolgt nach ex ante formulierten Regeln (Bsp. Preis-Zeit-Priorität)
 - Diskretionär
 - Betreiber verfügt vorbehaltlich Transparenzanforderungen und Best-Execution-Pflicht über Ermessensspielraum
 - Auftrag platzieren oder wieder zurücknehmen
 - Entscheidung, einen bestimmten Auftrag nicht mit anderen Aufträgen zusammenzuführen


3.3 Abgrenzungskriterien

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

Funktionsweise		
Ausschliessliches Market Making	bilateral	diskretionär
Ausschliessliches Matching	multilateral	diskretionär
Matching und Market Making	multilateral & bilateral	diskretionär

3.4 Qualifikation

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

MiFID II	E-FinfraG
Geregelter Markt	Börse
MTF - multilateral - nichtdiskretionär	MTF - multilateral - nichtdiskretionär
OTF - multilateral - diskretionär - Fremdkapitalinstrumente	Organisiertes Handelssystem - multilateral - diskretionär oder - bilateral
Systematischer Internalisierer - bilateral - Schwellenwerte: Zahl der Abschlüsse, Marktanteil	<div style="text-align: center;">  <p>Abgrenzung?</p> </div>
Wertpapierdienstleister	Effekthändler (BEHG)

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

3.4 Qualifikation

- EU:
 - Wahl zwischen MTF (nichtdiskretionär) oder Market Maker / SI
 - Art. 33 MiFID II: KMU-Wachstumsmärkte
 - Erhöhung von Sichtbarkeit und Liquidität
 - Anlegerschutz
 - Handelspflicht (Art. 23 Abs. 1 MiFIR)
 - Folge: Konzentration auf KMU-Wachstumsmarkt
- CH:
 - Organisiertes Handelssystem
 - Effekthändler?

4.1 Pflichten der Handelsplattformen

1 Motivation / Agenda

2 Realien

3 Abgrenzung Börse / OTC

4 Materielles

5 Fazit

Pflichten	EU (KMU MTF)	CH (OTF)
Handelsablauf	Nichtdiskretionär	Diskretionär (Einschränkung durch Best Execution)
Handelstransparenz	Umfassende Vor- und Nachhandelstransparenz (Art. 3 ff. MiFIR)	Umfassende Nachhandelstransparenz, jedoch nicht umgehend (Art. 46 E-FinfraG)
Eigenhandel	Verbot (Art. 19 Abs. 5 MiFID II)	Erlaubt, jedoch Sicherstellung der Wahrung von Kundeninteressen (Art. 44 lit. c E-FinfraG)
Matched principal Trading	Verbot (Art. 19 Abs. 5 MiFID II)	Keine Regelung / erlaubt

4.2 Pflichten der Emittenten

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

Pflichten	EU	CH
Prospektpflicht	Beschränkte Pflicht, sofern KMU-Wachstumsmarkt (Art. 33 Abs. 3 MiFID II) Plan: Ausweitung Prospektrichtlinie auf MTF	Emissionsprospekt für Aktien (Art. 652a OR)
Berichterstattung	«Geeignete laufende Finanzberichterstattung» (Art. 33 Abs. 3 MiFID II)	Rechnungslegung öffentlich, sofern Anlehensobligationen ausstehend (Art. 958e OR)
Insiderhandel und Markt- manipulation	Marktmissbrauchsrichtlinie erfasst neu auch Instrumente auf MTF und OTF (Umsetzung bis 2016)	Nicht erfasst

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

5 Fazit

- Unterschiedliche Ansätze
 - EU: Regulatorische Neukonzeption mit Differenzierung
 - Schaffung einer Marktordnung
 - CH: Grundsätzlich Fortführung des Status Quo
 - Verzicht auf kapitalmarktrechtliche Regelung
- Anlegerschutz?
 - Eignung und Angemessenheit der Anlage
 - Transparenz (Order-Buch) / Neutralität des Betreibers
 - Information der Emittenten / Insiderproblematik
 - Gefahr einer Übervorteilung des Anlegers
- Expectation Gap?

1 Motivation / Agenda
2 Realien
3 Abgrenzung Börse / OTC
4 Materielles
5 Fazit

Quellen

- Alexander Baumeister, Regulierung alternativer Handelssysteme in der vorgeschlagenen Neufassung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie der EU, Finanz Betrieb 7-8/2003, 473 ff.
- Heinrich Henckel von Donnersmark, "Electronic Communication Networks" und "Alternative Trading Systems" - Herausforderung für die Aufsichtsbehörden, in: Rolf H. Weber, Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, 259 ff.