

zwischen den einzelnen Handelsplätzen (geregelter Markt, MTF und OTF) sichergestellt werden.<sup>9</sup> Die Definition des OTF wurde vom europäischen Gesetzgeber bewusst weit gefasst. Erklärtes Ziel ist, „dass [die Definition] nicht nur heute, sondern auch in Zukunft in der Lage sein [soll], alle Arten der organisierten Ausführung und Vereinbarung von Handelsgeschäften abzudecken, die nicht den Funktionen oder Regulierungsvorgaben der bestehenden Handelsplätze entsprechen“.<sup>10</sup>

Relevant ist die Ausführung auf diskretionäre Art, was auch die ESMA in ihren Q&As<sup>11</sup> betont. Für eine Qualifikation einer Plattform als OTF reicht die Ausübung von Ermessen allein jedoch nicht aus. Wesentlich ist vielmehr, dass Ermessen ausschließlich in den in § 78 Abs 5 Z 1 und/oder Z 2 genannten Umständen ausgeübt wird bzw werden darf (s im Detail § 78 Rz 20 ff).<sup>12</sup>

## D. Abgrenzungen

### 1. Unterscheidung zwischen MTF/OTF und geregelter Markt

Gleich ist allen Handelsplätzen (§ 1 Z 12), dass sie den Zugang zu ihrem System anhand transparenter und nichtdiskriminierender Regeln festlegen (müssen).<sup>13</sup> Wie sich bereits aus den Definitionen des MTF (s Rz 4) und OTF (s Rz 5) ergibt, sind diese jedoch ausdrücklich kein geregelter Markt. An geregelte Märkte und MTF werden weiterhin ähnliche Anforderungen gestellt.<sup>14</sup> Wesentliche materielle Unterschiede zwischen geregelten Märkten und MTF bestehen indes nicht.<sup>15</sup> Relevantestes **Unterscheidungsmerkmal** zwischen geregelten Märkten und MTF ist, dass (nach der jeweiligen Definition) für einen geregelten Markt bereits das Zusammenführen von Interessen bzw Aufträgen ausreicht, während für ein MTF das tatsächliche Zusammenführen im Vordergrund steht.<sup>16</sup>

Wesentliches Unterscheidungsmerkmal zwischen OTF sowie MTF bzw geregelter Markt ist das dem Betreiber eines OTF eingeräumte, aber gesetzlich determinierte eigene Ermessen (s im Detail § 78 Rz 20 ff). Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal ergibt sich aus den handelbaren Gegenständen, weil (anders als bei einem geregelten Markt und MTF) für OTF der Handel auf Schuldverschreibungen, strukturierten Finanzprodukten, Emissionszertifikaten und Derivaten (dh somit keine Eigenkapitalinstrumente wie insbesondere Aktien) eingeschränkt ist.<sup>17</sup> Während geregelter Markt und MTF Mitglieder oder Handelsteilnehmer haben, sind Nutzer eines OTF nach Ansicht der ESMA Kunden des Betreibers des OTF.<sup>18</sup> Dies hat Auswirkungen auf die Orderausführung (s § 78 Rz 31). OTF können zudem, „unter Berück-

<sup>9</sup> Europäische Kommission, Statement 14/129 vom 15. 4. 2014.

<sup>10</sup> ErwGr 8 MiFIR.

<sup>11</sup> ESMA, Q&As on MiFID II and MiFIR market structures topics, ESMA70–872942901-38 (Kapitel 5.2, Frage 10; Stand 29. 5. 2020).

<sup>12</sup> ESMA, Q&As on MiFID II and MiFIR market structures topics, ESMA70–872942901-38 (Kapitel 5.2, Frage 19; Stand 29. 5. 2020).

<sup>13</sup> ErwGr 14 MiFID II.

<sup>14</sup> Vgl auch Gebauer in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 5.

<sup>15</sup> Oppitz, Kapitalmarktaufsicht 53 mwN.

<sup>16</sup> Vgl Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> § 2 Rz 68; Oppitz, Kapitalmarktaufsicht 203; Arlt/von Schrader, Börserecht Rz 169.

<sup>17</sup> Vgl auch Gebauer in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 5; Röh in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>5</sup> § 75 Rz 4.

<sup>18</sup> ESMA, Q&As on MiFID II and MiFIR market structures topics, ESMA70–872942901-38 (Kapitel 5.2, Frage 12; Stand 29. 5. 2020).

sichtigung unter anderem der Rolle und der Verpflichtungen, die sie hinsichtlich ihrer Kunden haben, den Zugang bestimmen und einschränken“.<sup>19</sup>

## 2. Unterscheidung zwischen MTF und OTF

- 9 Ein OTF unterscheidet sich von einem MTF insbesondere in folgenden Punkten:
- der Handel ist – wie bereits erwähnt – auf Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate und Derivate beschränkt;
  - die Vorgaben hinsichtlich der Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge (matched principal trading oder back-to-back trading; s zu diesem Begriff § 1 Rz 88) und Handel auf eigene Rechnung sind weniger streng;
  - Ermessensausübung in definiertem Ausmaß (s § 78 Rz 20ff);
  - an einem OTF abgeschlossene Geschäfte müssen den Bestimmungen zum Schutz der Kunden entsprechen, einschließlich bestmöglicher Ausführung (s § 78 Rz 31); und
  - Großhandelsenergieprodukte, die physisch abgerechnet werden müssen (C6 REMIT), sind nicht als Finanzinstrumente zu qualifizieren, wenn sie an einem OTF gehandelt werden.<sup>20</sup>

## II. Konzessionspflicht

- 10 Der Betrieb eines MTF und eines OTF ist jeweils eine **Wertpapierdienstleistung** gemäß § 3 Abs 2 Z 4 bzw Z 5 WAG 2018 sowie Abschnitt A Nr 1 des Anhanges I zur MiFID II und bedarf einer Konzession der FMA.
- 11 Soweit bereits eine Konzession als Wertpapierfirma gemäß § 3 WAG 2018 vorliegt, ist der Betrieb von MTF und OTF davon umfasst.<sup>21</sup> Gemäß § 3 Abs 3 kann ein zur Leitung eines geregelten Markts berechtigtes Börseunternehmen auch ohne WAG-Konzession, jedoch mit gesonderter Bewilligung der FMA, einen MTF oder OTF betreiben. Die zur Erteilung dieser Bewilligung zu erfüllenden Voraussetzungen finden sich in § 3 Abs 3 Satz 2, wobei in Satz 3 zugleich eine Einschränkung erfolgt: die in § 3 Abs 3 Satz 2 genannten Anforderungen gelten als erfüllt, wenn das Börseunternehmen den Anforderungen des § 21 entspricht (s im Detail § 3 Rz 27ff). Unklar ist jedoch, ob und inwieweit die in § 3 Abs 3 Satz 3 nicht genannten Bestimmungen des WAG 2018 auf ein Börseunternehmen anwendbar sind, das einen MTF oder OTF betreibt. Nach wohl richtiger Ansicht von *Wenzl* sind sie es mangels Verweises nicht.<sup>22</sup> Die Wiener Börse AG betreibt den Vienna MTF (früher: Dritter Markt) als einzigen MTF in Österreich. Ein OTF existiert zum Stichtag 1. 7. 2020 in Österreich nicht.
- 12 Nach Ansicht der ESMA besteht bei Vorliegen der folgenden drei Voraussetzungen eine Konzessionspflicht zum Betrieb eines OTF, wobei ESMA die Voraussetzungen in ihren „Q&As on MiFID II and MiFIR market structures topics“ im Detail erläutert:<sup>23</sup>
- der Handel wird auf multilateraler Basis durchgeführt;
  - die bestehenden Handelsvereinbarungen haben die Merkmale eines Systems; und
  - die Ausführung der Aufträge erfolgt auf diskretionärer Basis durch das System oder gemäß den Regeln des Systems.

19 ErwGr 14 MiFID II.

20 ESMA, Q&As on MiFID II and MiFIR market structures topics, ESMA70–872942901-38 (Kapitel 5.2, Frage 12; Stand 29. 5. 2020).

21 *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG 2018<sup>2</sup> § 1 Rz 112.

22 Im Detail: *Wenzl* in *Kals/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR § 75 BörseG Rz 11ff.

23 ESMA, Q&As on MiFID II and MiFIR market structures topics, ESMA70–872942901-38 (Kapitel 5.2, Frage 10; Stand 29. 5. 2020).

### III. Allgemeine Vorgaben

§ 75 Abs 1 verlangt zunächst, dass die Betreiber eines MTF oder OTF **die organisatorischen Anforderungen** gemäß §§ 29 bis 34 und §§ 38 bis 44 WAG 2018 einhalten. Diese Vorgabe findet sich auch in Art 18 MiFID II, der auf Art 16 MiFID II verweist. Art 16 MiFID II enthält die organisatorischen Anforderungen für Wertpapierfirmen. Relevant sind in diesem Zusammenhang weiters die DelVO 2017/565 sowie das Organisationsrundschreiben WAG 2018<sup>24</sup>. Konkret geht es um folgende Anforderungen:

- allgemeine organisatorische Anforderungen gemäß § 29 WAG 2018;
- Produktüberwachungspflichten für Rechtsträger, die Finanzinstrumente konzipieren gemäß § 30 WAG 2018;
- Produktüberwachungspflichten für Vertrieber gemäß § 31 WAG 2018;
- Risikomanagement und interne Revision gemäß § 32 WAG 2018;
- Verpflichtung zum Führen von Aufzeichnungen gemäß § 33 WAG 2018;
- Auslagerung von wesentlichen betrieblichen Aufgaben an Dienstleister gemäß § 34 WAG 2018;
- Schutz der Finanzinstrumente und Gelder von Kunden gemäß § 38 WAG 2018;
- Hinterlegung von Kundenfinanzinstrumenten gemäß § 39 WAG 2018;
- Hinterlegung von Kundengeldern gemäß § 40 WAG 2018;
- Verwendung der Finanzinstrumente von Kunden gemäß § 41 WAG 2018;
- unangemessene Verwendung von Finanzsicherheiten in Form der Vollrechtsübertragung gemäß § 42 WAG 2018;
- Regelungen im Bereich der Unternehmensführung zum Schutz der Vermögenswerte von Kunden gemäß § 43 WAG 2018; und
- Berichte von Abschlussprüfern gemäß § 44 WAG 2018.<sup>25</sup>

Dies führt freilich zu einer unterschiedlichen Behandlung von Betreibern eines geregelten Marktes, welche die Bestimmungen des BörseG einzuhalten haben, und jenen eines MTF und/oder OTF, die den Bestimmungen des WAG 2018 entsprechen müssen (und zT zusätzlich jenen des BörseG). Dem vom europäischen Gesetzgeber avisierten Level Playing Field (s Rz 6) entspricht dies wohl nicht.

#### A. Regeln, Verfahren und Kriterien

MTF und OTF haben gemäß § 75 Abs 1 transparente **Regeln und Verfahren** aufzustellen, um einen fairen und ordnungsgemäßen Handel zu gewährleisten und damit objektive Kriterien für die wirksame Ausführung von Aufträgen festzulegen. Diese Vorgaben wurden von Art 18 Abs 1 MiFID II übernommen. Für Börseunternehmen finden sich diese Vorgaben nahezu wortgleich<sup>26</sup> in § 21 Abs 1 Z 4 (bzw Art 47 Abs 1 lit d MiFID II für den geregelten Markt) – s § 21 Rz 15 ff. Im Vergleich zur Vorgängerbestimmung wurde das explizite Erfordernis gestrichen, dass die Regeln und Verfahren auch nichtdiskretionär sein müssen. Dies gilt jedoch dennoch weiterhin für MTF (s Rz 4 und 17), nicht aber für OTF (s § 78 Rz 20 ff). Eine Neuerung gegenüber der Bestimmung im WAG aF sind die in § 75 Abs 1 Satz 2 geregelten technischen Vorkehrungen (s Rz 19).

24 FMA, Rundschreiben betreffend die organisatorischen Anforderungen des Wertpapieraufsichtsgesetzes und der DelVO (EU) 2017/565 (11. 9. 2018).

25 Für eine detaillierte Kommentierung s *Ortner-Wolf* in *Brandl/Saria*, WAG 2018<sup>2</sup> § 33 sowie *Zahradnik* in *Brandl/Saria*, WAG 2018<sup>2</sup> §§ 38 bis 44.

26 Zu einzelnen sprachlichen Unterschieden, die im Ergebnis jedoch nicht beachtenswert sind, s *Wenzl* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR § 75 BörseG Rz 8.

- 16 Die Vorgaben und Pflichten sind sehr weit gefasst und unbestimmt; weder die MiFID II noch die Erläuterungen enthalten Hinweise für deren Auslegung. Für Auslegungshilfen kann auf historische Dokumente zurückgegriffen werden, die freilich nicht vollumfänglich bzw. uneingeschränkt übernommen werden können, aber ein Ansatzpunkt und eine historische Auslegungshilfe sind.<sup>27</sup>
- 17 Die Regeln und Verfahren sind „transparent“, wenn sie einsehbar und für die Marktteilnehmer nachvollziehbar sind;<sup>28</sup> erforderlich wird daher die Veröffentlichung in Schriftform sein. Um „nichtdiskretionär“ zu sein, dürfen die Regeln dem Betreiber eines MTF keinen Ermessensspielraum in Hinblick auf die möglichen Wechselwirkungen zwischen Interessen einräumen.<sup>29</sup> Die Ausführung von Aufträgen erfolgt nach den Regeln des Systems oder über dessen Protokolle oder interne Betriebsverfahren.<sup>30</sup> Die Zusammenführung von Angebot und Nachfrage hängt demnach nicht vom Ermessen des Händlers, der Plattform oder des Marktbetreibers ab; die Feststellung übereinstimmender Aufträge erfolgt vielmehr ausschließlich nach den relevanten Regeln des MTF.<sup>31</sup>
- 18 Ein „fairer und ordnungsgemäßer Handel“ erfordert, dass die Regeln einerseits festlegen, wann der Handel geschieht, dh zu welchen Zeiten das System den Teilnehmern offensteht. Andererseits soll geregelt sein, wie der Handel abläuft (Handelsmethodik). Die konkreten Regelungen zum „Wie“ hängen naturgemäß davon ab, welche Handelstechnologie zur Anwendung gelangt und welche Finanzinstrumente gehandelt werden. Weiters zählt zum Handelsablauf auch die Beschreibung, wie Aufträge erfasst, aufgezeigt und letztlich zusammengeführt (matching) werden.<sup>32</sup> Um den Voraussetzungen zu entsprechen, sollte der Handel jedenfalls so ausgestaltet sein, dass alle Nutzer gleichbehandelt werden und eine effiziente Preisgestaltung geschieht.<sup>33</sup> Dabei sollte das Handelssystem so ausgestaltet sein, dass der zum Zeitpunkt der Orderaufgabe für die Größe der Order beste Preis erzielt werden kann.<sup>34</sup> Es ist naheliegend, dass diese Regeln in den AGB festgelegt werden.<sup>35</sup> Zuletzt betrifft „ordnungsgemäßer Handel“ auch die Handelsaufsicht, dh der Handel soll im Rahmen der Gesetze und Regeln erfolgen.<sup>36</sup>

### B. Vorkehrungen für eine solide Verwaltung der technischen Abläufe

- 19 Ausdrücklich wird nunmehr verlangt, dass Betreiber eines MTF oder OTF Vorkehrungen für eine **solide Verwaltung** der technischen Abläufe des Systems treffen und wirksame **Notfallvorkehrungen** für den Fall einer Systemstörung vorsehen. Dies wird aber freilich auch bereits zuvor gegolten haben. Diese Anforderungen werden in der Folge insbesondere durch § 75 Abs 2 iVm § 77 (für MTF) bzw § 78 (für OTF) konkretisiert.

27 Siehe etwa CESR, Standards for Alternative Trading Systems, CESR/02-086b; ESMA, Leitlinien über Systeme und Kontrollen für Handelsplattformen, Wertpapierfirmen und zuständige Behörden in einem automatisierten Handelsumfeld, ESMA/2012/122(DE); ErwGr 6 MiFID.

28 Oppitz in Kals/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR § 21 BörseG Rz 13.

29 ErwGr 6 MiFID.

30 Oppitz in Kals/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR § 21 BörseG Rz 13.

31 Vgl ErwGr 6 MiFID; Wenzl in Kals/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR § 77 BörseG Rz 5; Klimscha in Gruber/N. Raschauer, WAG § 67 Rz 9.

32 Gebauer in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 25.

33 Siehe bereits Brandl/Toman in Brandl/Saria, WAG § 67 Rz 14.

34 Brandl/Toman in Brandl/Saria, WAG § 67 Rz 14.

35 So auch Wenzl in Kals/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR § 77 BörseG Rz 7.

36 Oppitz in Kals/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR § 21 BörseG Rz 14.

## IV. Besondere Vorgaben

§ 75 Abs 2 regelt demonstrativ **weitere besondere Vorgaben**, die ein Betreiber eines MTF bzw OTF zu erfüllen hat. Der Katalog wurde im Vergleich zu § 67 WAG aF erweitert. § 75 Abs 2 setzt Art 18 Abs 2 bis 6 MiFID II um, wobei sich Z 3, 4 und 5 nicht auf die MiFID II, sondern auf die VO (EU) 909/2014 beziehen. In der Folge werden die Anforderungen näher dargestellt.

### A. Allgemeine Geschäftsbedingungen

Betreiber eines MTF oder OTF haben über **Allgemeine Geschäftsbedingungen** (AGB) zu verfügen. Anders als die AGB von Börseunternehmen sind jene eines Betreibers eines MTF oder OTF mangels entsprechender Bestimmung nicht von der FMA zu bewilligen (vgl § 23 Rz 2).<sup>37</sup> Es ist aber davon auszugehen, dass die FMA im Rahmen des Konzessionsverfahrens bzw in Zusammenhang mit der Beschreibung des Systems gemäß § 75 Abs 6 auch die AGB prüfen wird. Wird das MTF oder OTF von einem Börseunternehmen betrieben, sind die AGB für den MTF/OTF wohl als AGB des Börseunternehmens zu qualifizieren und demnach durchaus bewilligungspflichtig.<sup>38</sup> Für den Vienna MTF hat die Wiener Börse AG in Nr 5 ihrer AGB die Speziellen Allgemeinen Geschäftsbedingungen (Sonderbedingungen) für den Betrieb von multilateralen Handelssystemen<sup>39</sup> erlassen, die den Betrieb des Vienna MTF regeln. § 75 Abs 2 Z 1 gibt folgenden **Mindestinhalt** der AGB vor („zumindest“):

- Regeln, nach denen sich bestimmt, welche Finanzinstrumente innerhalb ihrer Systeme gehandelt werden können;
- Regeln über die Berechtigung zur Handelsteilnahme im MTF oder OTF; diese Regeln haben zumindest den Anforderungen gemäß den §§ 28 und 29 zu entsprechen;
- transparente Regeln für die Kriterien aufstellen, nach denen sich bestimmt, welche Finanzinstrumente innerhalb ihrer Systeme gehandelt werden können;
- transparente und nichtdiskriminierende, auf objektiven Kriterien beruhende Regeln festzulegen, zu veröffentlichen, beizubehalten und umzusetzen, die den Zugang zu dem System regeln.

Bereits aus der Aufzählung ist zu erkennen, dass die Kriterien teilweise doppelt geregelt sind. Inhaltlich geht es (i) um die Definition, welche Finanzinstrumente gehandelt werden können, und (ii) um die Sicherstellung eines transparenten und nichtdiskriminierenden Handels.

#### 1. Einbeziehung von Finanzinstrumenten

Sowohl § 75 Abs 2 Z 1 lit a als auch lit c legen inhaltsgleich fest, dass die AGB transparente Regeln vorsehen müssen, nach denen sich bestimmt, welche Finanzinstrumente innerhalb des jeweiligen Systems gehandelt werden können. Während § 75 Abs 2 Z 1 lit a dem früheren § 67 Abs 2 Z 1 lit a WAG aF entspricht, ist § 75 Abs 2 Z 1 lit c die Umsetzung von Art 18 Abs 2 MiFID II. Der Gesetzgeber dürfte hier schlicht die umzusetzende Bestimmung dem Gesetzestext angefügt haben, ohne die bestehende Regelung zu entfernen. Die bereits bestehende Bestimmung wäre ausreichend.

37 So auch Wenzl in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR § 75 BörseG Rz 31, der ebenfalls eine Bewilligungspflicht der FMA verneint.

38 So auch *Erbler* in *Temmel*, BörseG § 13 Rz 6f.

39 [www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/recht/agn/agb-5-1.pdf](http://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/recht/agn/agb-5-1.pdf) (abgefragt 13. 7. 2020).

- 23** Für das Kriterium der Transparenz kann auf die Grundsätze des § 6 Abs 3 KSchG zurückgegriffen werden.<sup>40</sup>
- 24** Offenzulegen sind jedenfalls die Kriterien für die Auswahl der handelbaren Finanzinstrumente. Neben dieser gattungsmäßigen Beschreibung können zudem spezifische Voraussetzungen festgelegt werden, wie zB bereits bestehende Zulassung an einem regulierten Markt, Bestehen eines gewissen Ratings des Emittenten, Mindestbestandsdauer des Emittenten oder Mindeststreubesitz.<sup>41</sup> In Bezug auf OTF liefert deren Definition insoweit eine Einschränkung der zu handelnden Finanzinstrumente, als sich der Handel auf Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate und Derivate beschränkt.

## 2. Zugang zum MTF oder OTF

- 25** Auch hier wurden die Anforderungen doppelt geregelt. § 75 Abs 2 Z 1 lit b und lit d haben einen identen Regelungsinhalt – lit b entspricht § 67 Abs 2 Z 1 lit b WAG aF; lit a setzt Art 18 Abs 3 MiFID II um.
- 26** Die Regeln über den Zugang zum System müssen wie ausgeführt auf objektiven Kriterien beruhen sowie transparent und nichtdiskriminierend sein und veröffentlicht, beibehalten und umgesetzt werden. Sie dürfen kein Ermessen des Betreibers vorsehen.<sup>42</sup> Verhindert werden soll, dass ein Betreiber ihm unliebsame Handelsteilnehmer sachlich unbegründet ausschließt und so sein Handelssystem abschottet, wodurch eine unerwünschte Marktfragmentierung gefördert würde.<sup>43</sup> Zur näheren Determinierung des Inhalts dieser Regeln verweist der Gesetzgeber auf §§ 28 und 29, die als Mindestmaß anzusehen sind („zumindest [. . .] entsprechen“). Erklärtes Ziel des Gesetzgebers ist es, dass „die Regelung der Zugangsbedingungen zum MTF [. . .] im Wesentlichen denen für geregelte Märkte entsprechen“ soll.<sup>44</sup> § 28 legt dabei fest, unter welchen Voraussetzungen die Zulassung als Börsemitglied erteilt werden darf (s § 28 Rz 4 ff). § 29 ergänzt, dass die Mitgliedschaft an einer Wertpapierbörse zur Teilnahme am Handel an einem oder mehreren vom Börseunternehmen betriebenen geregelten Märkten, MTF und OTF berechtigt und definiert taxativ, wer Mitglied einer Wertpapierbörse werden kann (s § 29 Rz 5 ff). Diese Mindestanforderungen<sup>45</sup> sind demnach auch von einem Betreiber eines MTF oder OTF bei der Festlegung des Zugangs zu seinem System zu beachten. Da es sich um Mindeststandards handelt, kann ein Betreiber freilich auch strengere Regeln festlegen.<sup>46</sup>
- 27** Hinsichtlich MTF beruht der Verweis auf §§ 28 und 29 auf Art 19 Abs 2 MiFID II; für OTF hingegen fehlt eine solche Vorgabe in der MiFID II. Auch die deutschen Parallelbestimmungen von § 72 Abs 1 Nr 1 iVm § 74 Abs 1 dWpHG sehen diese Vorgabe lediglich für MTF vor.<sup>47</sup> Ob es sich hier um ein redaktionelles Versehen handelt oder ob der Gesetzgeber den

40 Vgl auch Gebauer in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 17, der § 307 Abs 1 Satz 2 BGB heranzieht.

41 Gebauer in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 23; Röh in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>5</sup> § 72 Rz 16.

42 Gebauer in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 13.

43 Röh in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>5</sup> § 72 Rz 10.

44 ErläutRV 1661 BgNR 25. GP 13 (zu§ 75 Abs 2).

45 Gebauer in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 19.

46 So auch Wenzl in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR § 75 BörseG Rz 26.

47 Auch der für OTF ebenfalls relevante § 75 dWpHG enthält keine solche Vorgabe; vgl auch Gebauer in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 13; Röh in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>5</sup> § 72 Rz 10 und § 74 Rz 2.

Zugang zu OTF bewusst derart streng regeln wollte, bleibt unklar. Aus unserer Sicht sollte sich der Verweis nur auf MTF beziehen und wäre demnach in § 77 Abs 1 besser aufgehoben.

Die **Zugangsregeln** haben alle rechtlichen und technischen Anforderungen zu enthalten, die ein Mitgliedsanwärter erfüllen muss, bevor er im System Rechtsgeschäfte schließen darf (Ordererteilung).<sup>48</sup> Ebenso ist der Widerruf des Zugangs zu regeln (zB wegen Wegfalls von Zugangsvoraussetzungen, Regelverstößen oder Kündigung).<sup>49</sup> Die Zugangsregeln dürfen verschiedene Teilnehmertypen mit unterschiedlichen Zulassungsvoraussetzungen vorsehen, wenn dies dem Marktmodell entspricht.<sup>50</sup> **28**

Für den Inhalt der Zugangsregeln ist weiters Art 7 Abs 1 DelVO 2017/584<sup>51</sup> relevant. Demnach haben Handelsplätze festzulegen, unter welchen Bedingungen ihre Mitglieder ihre elektronischen Auftragsgebungssysteme verwenden dürfen. Handelsplätze haben das Vorliegen der Bedingungen gemäß Art 7 Abs 2 DelVO 2017/584 durch Due-Diligence-Prüfungen ihrer Mitgliedsanwärter zu überprüfen. Die Bedingungen sind für das konkrete Handelsmodell des jeweiligen Handelsplatzes festzulegen, wobei jedenfalls folgende Aspekte in den Bedingungen umfasst sein müssen: **29**

- Vorhandelskontrollen von Preis, Volumen und Wert der Aufträge sowie der Systemverwendung und Nachhandelskontrollen der von den Mitgliedern ausgeführten Handelsaktivitäten;
- Qualifikationsanforderungen an Mitarbeiter, die bei den Mitgliedern Schlüsselpositionen bekleiden;
- technische und funktionelle Konformitätstests;
- Richtlinien für die Verwendung der Kill-Funktion;
- Bestimmungen darüber, ob das Mitglied seinen eigenen Kunden direkten elektronischen Zugang zum System gewähren darf, und – wenn ja – welche Bedingungen für diese Kunden gelten.

Außerdem sind gemäß Art 18 Abs 3 lit b DelVO 2017/584 Vorhandels- und Nachhandelskontrollen der Mitglieder als Voraussetzung für den Marktzugang vorzusehen.<sup>52</sup>

Das Kriterium des **nichtdiskriminierenden Zugangs** ist erfüllt, wenn jeder Handelsteilnehmer bzw Mitgliedsanwärter unter gleichen Umständen gleich behandelt wird.<sup>53</sup> Bei der Beurteilung kann auf die allgemeinen Kriterien und Voraussetzungen zum Gleichbehandlungsgebot zurückgegriffen werden.<sup>54</sup> Ein MTF/OTF-Betreiber darf demnach den Zugang nicht aufgrund sachfremder, nicht durch berechnete Interessen begründete Kriterien verweigern, weshalb etwa Nationalität, Religion, Alter oder Geschlecht als Zugangskriterien ausscheiden. Auch den Ausschluss von unliebsamen Wettbewerbern oder Arbitrageuren vom Zugang begründet kein berechtigtes Interesse Betreibers.<sup>55</sup> ESMA gibt in ihren „Q&As on MiFID II and MiFIR market structures topics“ Richtlinien vor und führt Beispiele für nicht objektive oder **30**

48 Röh in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>5</sup> § 72 Rz 11; Gebauer in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 13.

49 Gebauer in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 13.

50 Im Detail: Gebauer in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 16.

51 DelVO (EU) 2017/584 der Kommission vom 14. 7. 2016 zur Ergänzung der RL 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards zur Festlegung der organisatorischen Anforderungen an Handelsplätze, ABl L 2017/87, 350.

52 Gebauer in Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 14.

53 Gebauer in Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 18.

54 Gebauer in Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 18.

55 Röh in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>5</sup> § 72 Rz 12.

diskriminierende Kriterien an und beschreibt teilweise auch diskriminierendes und damit unzulässiges Verhalten. So dürfen Handelsplätze insbesondere:

- nicht verlangen, dass Mitglieder oder Teilnehmer (direkte) Clearingmitglieder eines CCP sind;
- nicht zulassen, dass hinsichtlich zentral abgewickelter (centrally cleared) Finanzinstrumente Mitglieder oder Teilnehmer von anderen Mitgliedern oder Teilnehmern zunächst die Zulassung zu diesem Handelsplatz (enable mechanism) verlangen, bevor sie mit ihnen handeln;
- keine Mindesthandelsaktivität verlangen;
- nicht die Anzahl der Teilnehmer einschränken, mit denen ein Teilnehmer interagieren darf.<sup>56</sup>

**31** Durch den Verweis auf §§ 28 und 29 (s Rz 26f) gilt auch der Kontrahierungszwang des § 28 Abs 2.<sup>57</sup> Zu diesem s § 28 Rz 5.

### B. Veröffentlichung von Informationen

- 32** Ein weiteres wesentliches Kriterium für einen ordentlichen Handel auf MTF und OTF liegt in den **Informationspflichten**, die durch die Pflicht flankiert werden, bestimmte Informationen an die zuständigen Behörden weiterzuleiten (s § 75 Abs 2 Z 2<sup>58</sup>; Art 2 DVO 2016/824<sup>59</sup>).
- 33** Betreiber eines MTF oder OTF haben ausreichende, öffentlich zugängliche Informationen bereitzustellen oder sich zu vergewissern, dass Zugang zu diesen Informationen besteht.<sup>60</sup> Nutzer müssen in der Lage sein, sich ein Urteil über die Anlagemöglichkeiten bilden zu können, wobei sowohl die Art der Nutzer als auch die Art der gehandelten Instrumente zu berücksichtigen sind. Von diesen Informationen sind insbesondere die Zugangsregeln sowie die Handelsbedingungen, das Preisermittlungsverfahren, Details über Handelszeiten und Handelsüberwachung sowie die Ausführung der Geschäfte umfasst.<sup>61</sup> Sieht das Handelssystem unterschiedliche Preisermittlungsverfahren vor, so sind diese entsprechend zu beschreiben und voneinander abzugrenzen.<sup>62</sup> Eine Veröffentlichung auf der Website des Betreibers des MTF oder OTF (leicht auffindbar und passwortfrei) dürfte als geeignete Veröffentlichung genügen.<sup>63</sup> Der Betreiber hat nach Art 2 DVO 2016/824 der für ihn zuständigen Behörde unter anderem die implementierten Maßnahmen und Verfahren zu übermitteln, mit denen diese Informationspflicht sichergestellt wird.

56 ESMA, Q&As on MiFID II and MiFIR market structures topics, ESMA70–872942901-38 (Kapitel 5.1, Frage 3; Stand 29. 5. 2020).

57 So auch Wenzl in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR § 75 Rz 27.

58 § 75 Abs 2 Z 2 setzt Art 18 Abs 2 UAbs 2 MiFID II um.

59 DVO (EU) 2016/824 der Kommission vom 25. 5. 2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards in Bezug auf den Inhalt und das Format der Beschreibung der Funktionsweise multilateraler Handelssysteme und organisierter Handelssysteme sowie die Benachrichtigung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde gemäß der RL 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente, ABl L 2016/137, 10.

60 § 75 Abs 2 Z 2.

61 Gebauer in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72, Rz 40 mit Verweis auf das Rundschreiben 8/2012 (WA) der BaFin über Besondere Organisatorische Anforderungen für den Betrieb eines multilateralen Handelssystems nach §§ 31 f und 31 g dWpHG (MaComp II) vom 10. 12. 2012 (WA 22 – Wp 2001 – 2012/0003); Röh in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>5</sup> § 72 Rz 30f.

62 Brandl/Toman in Brandl/Saria, WAG § 67 Rz 14.

63 Brandl/Toman in Brandl/Saria, WAG § 67 Rz 24; Gebauer in Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 41; Wenzl in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG/MAR § 75 BörseG Rz 37; Röh in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>5</sup> § 72 Rz 31 („für jedermann“ zugänglich).



Zweck der Informationspflicht ist, ein **Mindestmaß an Transparenz** zu gewährleisten, sodass **34** die Nutzer eine angemessene Grundlage für ihre Entscheidungen haben. Der Gesetzestext spricht in diesem Zusammenhang nur von „öffentlich zugänglichen Informationen“. Der Betreiber müsste daher grundsätzlich keine neue Information generieren, sondern kann sich auf die Zusammenstellung bereits bestehender Informationen beschränken.<sup>64</sup> Dies wäre aber unseres Erachtens zu kurz gegriffen.<sup>65</sup> Wie auch bei § 72 Abs 1 Z 4 dWpHG sollte der Betreiber eines MTF oder OTF alle Informationen zu veröffentlichen haben, die unter Berücksichtigung der Art der Nutzer und der gehandelten Finanzinstrumente für die Nutzung seines Systems erforderlich und zweckdienlich sind.<sup>66</sup> Nach *Röh* sind insbesondere Informationen, die die Benutzung des Systems, insbesondere Zugang, Handelsbedingungen und Preisermittlungsverfahren, erläutern oder Auskunft darüber geben, wie Clearing und Settlement erfolgen, erforderlich und zweckdienlich.<sup>67</sup> Dies können unter Umständen auch Informationen sein, die noch nicht öffentlich zugänglich sind.

Wer konkret „Nutzer“ eines MTF oder OTF und damit eine zu informierende Person ist, ist **35** mangels Definition dieses Begriffs unklar. Jedenfalls umfasst sind wohl alle Personen, die Zugang zu dem MTF oder OTF haben und daher als Mitglieder oder Teilnehmer bzw Kunden bezeichnet werden, wohingegen Nutzer, die lediglich direkten elektronischen Zugang (s dazu § 13) haben, von diesen Begriffen nicht umfasst sind.<sup>68</sup> Nach Ansicht von *Wenzl* sind dieselben Informationen wie einem Nutzer auch sonstigen Handelsteilnehmern zur Verfügung zu stellen; die Gesamtheit aller Anleger sei jedoch vom Nutzer-Begriff nicht umfasst.<sup>69</sup>

Mangels klarer Definition des Nutzer-Begriffs ist der konkrete Adressatenkreis nicht klar und **36** ist somit nicht eindeutig, ob auch zukünftige bzw potentielle Nutzer umfasst sind. *Brandl/Toman*<sup>70</sup> und *Klimscha*<sup>71</sup> merken hierzu an, dass nach dem Wortlaut der Regelung zukünftige Nutzer keinen Anspruch auf Informationen haben. Dies wäre in der Tat aber zu kurz gegriffen. Der Gesetzgeber kann dies unseres Erachtens auch nicht bezweckt haben. Auch wenn das Gesetz auf „seine Nutzer“ (dh die bestehenden Nutzer eines MTF oder OTF) abstellt, kann eine solche Einschränkung allein auf bestehende Nutzer mit dem Telos der Bestimmung nicht vereinbart werden. So vertritt auch *Gebauer* zutreffend, dass die Zurverfügungstellung der Informationen (insbesondere die unternehmensinternen beschlossenen Regelungen) nur an Bestandskunden der Veröffentlichungspflicht nicht genügen wird und das Nichtaushändigen an zukünftige Nutzer eine unzulässige Zugangsdiskriminierung sein könnte.<sup>72</sup> *Röh* weist zutreffend darauf hin, dass durch die jedermann zugängliche Veröffentlichung (s Rz 33) auch potentielle Handelsteilnehmer bzw Kunden sowie im Wettbewerb mit dem MTF oder OTF stehende Handels- und Ausführungsplätze erreicht werden.<sup>73</sup> Folglich sind die Informationen uE auch zukünftigen bzw potentiellen Nutzern zur Verfügung zu stellen. Sofern die Informationen (frei zugänglich) auf der Website des Betreibers veröffentlicht werden (s Rz 33), stellt sich diese Problematik indes nicht.

64 *Klimscha* in *Gruber/N. Raschauer*, WAG § 67 Rz 22; *Brandl/Toman* in *Brandl/Saria*, WAG § 67 Rz 25.

65 So wohl auch *Brandl/Toman* in *Brandl/Saria*, WAG § 67 Rz 25.

66 *Gebauer* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 39.

67 *Röh* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>5</sup> § 72 Rz 31.

68 Vgl ErwGr 16 der MiFID II.

69 Vgl *Wenzl* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR § 75 Rz 35, der auch auf § 82 Abs 2 Z 3 verweist, der Informationspflichten des Betreibers eines KMU-Wachstumsmarkts gegenüber „Anlegern“ vorschreibt.

70 *Brandl/Toman* in *Brandl/Saria*, WAG § 67 Rz 25.

71 *Klimscha* in *Gruber/N. Raschauer*, WAG § 67 Rz 22.

72 *Gebauer* in *Assmann/Schneider/Mülbert*, WpHG<sup>7</sup> § 72 Rz 41.

73 *Röh* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>5</sup> § 72 Rz 31.

- 37 Zum Hintergrund der Einschränkung durch das Wort „gegebenenfalls“ in § 75 Abs 2 Z 2 s bereits *Klimscha*<sup>74</sup>, wonach sich in der englischen Fassung die Formulierung „where applicable“ findet, die sowohl mit „gegebenenfalls“ als auch mit „soweit zutreffend“ bzw. „soweit anwendbar“ übersetzen lässt, was im Deutschen jedoch einen Unterschied macht. Es ist uE richtig, dass die entsprechenden Informationen „soweit zutreffend/anwendbar“ bereitzustellen sind, dh immer dann, wenn der Betreiber des MTF nicht bereits den Zugang zu derartiger Information ermöglicht hat oder diese nicht für die Urteilsbildung hinsichtlich der Art der Nutzer bzw der gehandelten Instrumente erforderlich sind.<sup>75</sup> § 72 Abs 1 Z 4 dWpHG kennt diese Einschränkung im Übrigen nicht.

### C. Abwicklung der Geschäfte

- 38 § 75 Abs 2 Z 3 bis 5 regeln bestimmte Vorkehrungen zur Abwicklung von Geschäften und verweisen auf Art 3 Abs 2, Art 6 Abs 1 und Art 5 Abs 2 Zentralverwahrer-VO<sup>76</sup>. Sie betreffen die Hinterlegung von Wertpapieren und Abwicklung der getätigten Transaktionen (Clearing und Settlement). Eine entsprechende Grundlage für diesen Verweis fehlt in der MiFID II; zudem ist der Grund für diesen Verweis unklar,<sup>77</sup> der Verweise war indes bereits in § 67 Abs 2 Z 3 a bis 3 c WAG aF enthalten. Da die Zentralverwahrer-VO unmittelbar anwendbar ist, würde es keines gesonderten Verweises bedürfen.
- 39 Die einzelnen Regelungen beziehen sich jeweils auf Handelsplätze iSd Art 4 Abs 1 Z 24 MiFID II und umfassen somit auch geregelte Märkte. In Bezug auf diese enthält das BörseG jedoch keine Verweise auf die Zentralverwahrer-VO, was aufgrund der unmittelbaren Anwendbarkeit der Zentralverwahrer-VO auch nicht erforderlich ist.
- 40 Der Betreiber eines MTF oder OTF hat nach § 75 Abs 2 Z 3 für eine unverzügliche Einbuchung einer Transaktion zu sorgen. Er hat daher die erforderlichen Vorkehrungen gemäß Art 3 Abs 2 UAbs 1 Zentralverwahrer-VO zu treffen, sodass Finanzinstrumente am oder vor dem vorgesehenen Abwicklungstag im Effektingiro bei einem Zentralverwahrer eingebucht werden, falls eine derartige Einbuchung nicht bereits erfolgt ist.
- 41 § 75 Abs 2 Z 4 definiert in der Folge die Pflicht zur unverzüglichen Bestätigung der Transaktion und schreibt vor, dass Verfahren – gemäß Art 6 Abs 1 Zentralverwahrer-VO – festzulegen sind, damit relevante Angaben zu Geschäften mit Finanzinstrumenten an dem Tag bestätigt werden können, an dem das Geschäft ausgeführt wird.
- 42 Zuletzt sind gemäß § 75 Abs 2 Z 5 die erforderlichen Vorkehrungen zu treffen, sodass die tatsächliche Abwicklung grundsätzlich spätestens am zweiten Geschäftstag nach Handelsabschluss erfolgen muss (vgl Art 5 Abs 2 Zentralverwahrer-VO).

### D. Interessenkonflikte

- 43 Gemäß § 75 Abs 2 Z 6 haben Betreiber eines MTF oder OTF Vorkehrungen zu treffen, mit denen sich **Konflikte zwischen den Interessen** des MTF oder OTF einschließlich seines Betreibers und seiner Eigentümer und den Anforderungen an einen rechtmäßigen Betrieb des MTF oder OTF sowie den Interessen der Handelsteilnehmer und Nutzer klar erkennen und

74 *Klimscha* in *Gruber/N. Raschauer*, WAG § 67 Rz 22.

75 *Klimscha* in *Gruber/N. Raschauer*, WAG § 67 Rz 22.

76 VO (EU) 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. 7. 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der RL 98/26/EG und 2014/65/EU und der VO (EU) 236/2012, ABl L 2014/257, 1.

77 So auch *Wenzl* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR § 75 Rz 33.