



Universität Hamburg

Grund- und Mikrostruktur russischer Börsen

Diplomarbeit
(mit sechs Monaten Bearbeitungsdauer)

Herrn Professor Dr. Hartmut Schmidt

Institut für Geld- und Kapitalverkehr der Universität Hamburg

Vorgelegt am 06. Oktober 2005 von

Tatiana B. NOVIKOVA

7. Hochschulsesemester, Volkswirtschaftslehre

Matrikelnummer: 5555 926

Berthastrasse 9
D – 22083 Hamburg

Telefon: + 49 (0) 40 86687317
Email: Tanja-Novikova@gmx.de

ZUSAMMENFASSUNG

Die technologische Entwicklung zusammen mit der Internationalisierung und der Deregulierung von Finanzmärkten ist für die jungen russischen Effektenbörsen existenzbedrohlich. Mit zunehmender Tendenz werden ca. 75% aller Umsätze mit russischen Aktien außerhalb der Russischen Föderation realisiert. Die vorliegende Diplomarbeit untersucht die Grund- und Mikrostruktur russischer Börsen am Beispiel der gAG „MICEX“, der oAG „RTS“ und der NP „RTS“ und sucht eine Antwort auf die Frage, inwieweit die gewählte Grund- und Mikrostruktur russischer Börsen für deren internationale Wettbewerbschwäche mitverantwortlich ist. Zur Beantwortung wurde untersucht, ob die Börsenorganisatoren in der Russischen Föderation anerkannte theoretische Grundlagen der Marktmikrostrukturtheorie sowie Erfahrungen internationaler Börsen nutzen und inwieweit die gewählten Handelsverfahren an den Börsen der Russischen Föderation den Bedürfnissen der jeweiligen Anlegergruppen entsprechen. Die Arbeit befasst sich nur am Rande mit den gesetzlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen sowie den Besonderheiten und Problemen des Kapitalmarktes in der Russischen Föderation. Es erfolgte eine Abgrenzung auf den Sekundärmarkt für Aktien.

Aufbauend auf eine Recherche der vorhandenen deutsch-, englisch- und vor allem russischsprachigen Literatur sowie auf persönliche Interviews mit russischen Wissenschaftlern, Börsenmanagern und Handelsteilnehmern wurden die Handelsverfahren an den drei o.g. Börsen detailliert beschrieben, verglichen und gewürdigt.

Bei der Wahl der Grundstruktur wurde von den drei untersuchten Börsen die tendenzielle Überlegenheit des Agentenauktionsmarktes erkannt. Die Vorteile der Integration von Strukturelementen eines Händlermarktes in einen Agentenauktionsmarkt beim Handel mit umsatzschwachen Werten wurden von der oAG „RTS“ genutzt. Der Handel zu Gesamtkursen existiert an den betrachteten russischen Börsen nicht bzw. spielt kaum eine Rolle. Ein offenes Orderbuch ist an den beiden RTS Börsen installiert. Mikrostrukturelemente, die den Reputationsaufbau erlauben, sind an allen drei Börsen durch die Offenlegung der Identität des Auftraggebers im Kommunikationssystem vorhanden. Die Interaktion der Handelsteilnehmer, die den elektronischen

Handel ergänzt, eröffnet den Weg zu Kursverbesserungen und führt zu einer höheren Servicequalität aller beschriebenen Börsen. Eine voll ausgebaute zweite Bietstufe existiert in der Russischen Föderation noch nicht.

Das zur Zeit mangelhaft ausgenutzte Marktpotenzial heimischer Kleinanleger könnte zu einer Umsatzsteigerung der russischen Börsen beitragen. Inländische Privatanleger werden vor allem durch das Grundhandelsregime der gAG „MICEX“ sowie durch die oAG „RTS“ angesprochen. Das Hauptproblem an der gAG „MICEX“ ist die fehlende Förderung des Handels mit umsatzschwachen Werten. Die beschränkte Handelsmöglichkeit mit Odd Lots ist an beiden Börsen negativ zu beurteilen. In der tendenziell steigenden Zahl der institutionellen Anleger in der RF liegt ebenfalls ein enormes Marktpotenzial für die russischen Börsen. Für die Bedürfnisse dieser Anlegergruppe scheint die gAG „MICEX“ im Nebenhandelsregime trotz vorhandener Defizite in der Servicequalität besonders geeignet zu sein. Der Handel mit weniger liquiden Aktien muss weiterentwickelt werden. Die für Blocktransaktionen wichtige verzögerte Kurs- und Umsatzpublizität existiert an keiner der untersuchten Börsen. Ausländische institutionelle Anleger werden in der RF überwiegend an der NP „RTS“ bedient. An dieser Börse fehlen ausreichende Schutzmechanismen gegen unerwünschte Kurseffekte bei Blocktransaktionen sowie eine voll ausgebaute zweite Stufe des Wettbewerbs. Die vielfältigen Privilegien einiger Handelsteilnehmer benachteiligen die Interessen der anderen. Ausschlaggebend für die Wahl der Handelsplattform bleibt die fehlende Geschäftserfüllungsgarantie. Die Gründe dafür liegen im Abrechnung- und Abwicklungssystem der oAG „RTS“. Defizite in den gesetzlichen Rahmenbedingungen sowie die Unterentwicklung der Kapitalmarktinfrastuktur in der Russischen Föderation halten ausländische institutionelle Anleger ebenfalls zurück.

Der Prozess der Herausbildung eines funktionierenden Kapitalmarktes in Russland ist noch nicht abgeschlossen. Einerseits sind Fortschritte nicht zu verkennen, andererseits wurden Defizite offenbar. In jedem Fall dürfte das Ergebnis ein originär russischer Kapitalmarkt sein.

INHALTSVERZEICHNIS

	ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	I
	VERZEICHNIS DER ABBILDUNGEN	II
	VERZEICHNIS DER TABELLEN	III
	VERZEICHNIS DER ANLAGEN	III
1	EINFÜHRUNG	1
2	MARKTORGANISATORISCHE AUSGESTALTUNGS- MÖGLICHKEITEN EINES HANDELSVERFAHRENS	5
2.1	Börsengrundstruktur	5
2.2	Börsenmikrostruktur	11
2.2.1	Handelsfrequenz	11
2.2.2	Grad der Markttransparenz	13
2.2.3	Anonymitätsgrad und Reputation der Handelsteilnehmer	18
2.2.4	Kursverbesserung und weitere Mikrostrukturelemente	19
3	DER RUSSISCHE KAPITALMARKT IM ÜBERBLICK	22
3.1	Wiederbelebung und Entwicklung des russischen Kapitalmarktes in den neunziger Jahren	22
3.2	Wesentliche Merkmale und Probleme des Kapitalmarktes	24
3.3	Grundzüge der Börsenregulierung	31
3.4	Die russischen Effektenbörsen im Überblick	40
4	GRUND- UND MIKROSTRUKTUR DER BEDEUTENDSTEN RUSSISCHEN BÖRSEN MICEX UND RTS	46
4.1	MICEX	46
4.1.1	Marktteilnehmer	46
4.1.2	Handelsregime	48
4.1.3	Strukturen und Abläufe des Handels im Grundhandelsregime	49
4.1.4	Besonderheiten der Handelsorganisation im „Handelsregime auf Verhandlungsbasis“	53
4.1.5	Würdigung der gAG „MICEX“	55
4.2	Die RTS Gruppe	60
4.2.1	Nicht kommerzielle Partnerschaft „Wertpapierbörse RTS“	60
4.2.1.1	Marktteilnehmer	60
4.2.1.2	Handelsregime	62
4.2.1.3	Strukturen und Abläufe des Handels im „Nicht anonymen Handelsregime“	63
4.2.1.4	Würdigung der NP „RTS“	67
4.2.2	Offene Aktiengesellschaft „Wertpapierbörse RTS“	70
4.2.2.1	Marktteilnehmer	70
4.2.2.2	Handelsregime	71
4.2.2.3	Strukturen und Abläufe des Handels	71
4.2.2.4	Würdigung der oAG „RTS“	75
5	ZUSAMMENFASSENDE VERGLEICH DER BÖRSEN MICEX UND RTS UND SCHLUSSFOLGERUNGEN	77
	LITERATUR- UND QUELLENVERZEICHNIS	82
	ANLAGE	

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

AG	Aktiengesellschaft
ADR	American Depository Receipts
BIP	Brutto Innlands Produkt
FFMS	Federal Financial Market Service - Föderaler Dienst für Finanzmärkte (Finanzmarktaufsichtsbehörde)
FKCB	Föderale Kommission für Wertpapiere (Wertpapieraufsichtsbehörde), (Vorgängerorganisation der FFMS)
FORTS	Futures und Optionen an der RTS (Wertpapierterminmarkt)
gAG	Geschlossene Aktiengesellschaft
GDR	Global Depository Receipts
GKO	Staatliche Obligationen
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
IPO	Initial Public Offering
LSE	London Stock Exchange
MICEX	Moscow Interbank Currency Exchange
MIWB	Moskauer Internationale Wertpapierbörse
MWPB	Moskauer Wertpapierbörse
NAUFOR	Nationale Assoziation der Wertpapiermarktteilnehmer
NP	Nicht kommerzielle Partnerschaft
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated
NYSE	New York Stock Exchange
oAG	Offene Aktiengesellschaft
OGFZ	Obligation der föderalen Sparanleihe
OOO	Russische Abkürzung für GmbH
PAUFOR	Berufsassoziation der Wertpapiermarktteilnehmer in der RF
RF	Russische Föderation
RSFSR	Russische sozialistische föderative Sowjetrepublik
RTS	Russian Trade System (Rossijskyj Torgovyj Sistem)
RUR	Russischer Rubel
SPB	Wertpapierbörse Sankt- Petersburg
UdSSR	Union der sozialistischen Sowjetrepubliken
WPB	Wertpapierbörse
WpmG	Gesetz der Russischen Föderation „Über den Wertpapiermarkt“

VERZEICHNIS DER ABBILDUNGEN

		Seite
Abbildung 1	Entwicklung des Börsenumsatzes mit russischen Aktien im internationalen Vergleich in den Jahren 2003 - 2004	1
Abbildung 2	Einflüsse auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit von Börsen	2
Abbildung 3	Orderbuchtransparenz	15
Abbildung 4	Durchschnittliche Tagesumsätze pro Monat in den Jahren 2003 und 2004 (MICEX, RTS, SPB „St.Petersburg), [in Mio USD]	25
Abbildung 5	Entwicklung der Erstemissionen russischer Emittenten innerhalb und außerhalb der Russischen Föderation, [in Mio USD]	27
Abbildung 6	Zulassungssegmente nach russischem Kapitalmarktrecht	37
Abbildung 7	Umsatzanteile der russischen Börsen am organisierten Kassamarkt für Aktien im Jahr 2004	41
Abbildung 8	Effektenbörsen und andere Organisationen des Wertpapierhandels in der Russischen Föderation	45

VERZEICHNIS DER TABELLEN

		Seite
Tabelle 1	Zusammenfassender Vergleich der wichtigsten Wertpapierbörsen in der Russischen Föderation	78

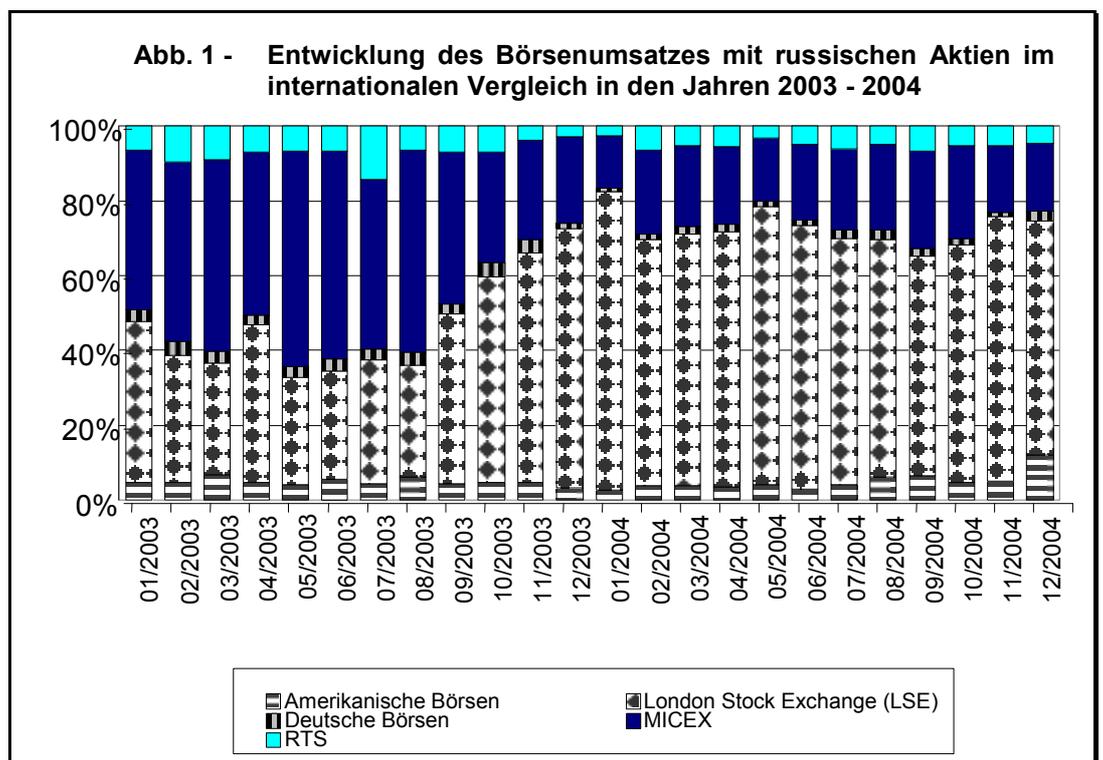
VERZEICHNIS DER ANLAGEN

Anlage 1	Geschichte der russischen Börsen bis zur Wiederbelebung Ende der achtziger Jahre des 20. Jahrhunderts (Abriss)
Anlage 2	Entwicklung einzelner Kennziffern des Finanzmarktes in der Russischen Föderation in Relation zum BIP, [in %]
Anlage 3	Verhältnis zwischen Gesamtinvestitionen in das Grundkapital russischer Unternehmen und Investitionen, die durch Kapitalmärkte finanziert wurden in den Jahren 1998 – 2004, in %
Anlage 4	Umfang der Erstemissionen von Wertpapieren auf dem nationalen Markt in der Russischen Föderation in den Jahren 2000 - 2004, [in Mio RUR]
Anlage 5	Entwicklung der institutionellen Anleger in der Russischen Föderation in den Jahren 2000 - 2004

1 EINFÜHRUNG

Die technologische Entwicklung der letzten Jahrzehnte hat das Spektrum der für die Gestaltung des Wertpapierhandels zur Verfügung stehenden Alternativen beträchtlich erweitert. Dies hat zusammen mit der allgemeinen Internationalisierung und Maßnahmen zur Deregulierung von Finanzmärkten dazu geführt, dass die Konkurrenz zwischen den Wertpapierbörsen und Handelsplattformen in Asien, Amerika und Europa zugenommen hat und nicht mehr vor nationalen Grenzen Halt macht. „Ein Ende dieses geopolitisch und kommunikationstechnisch bedingten Trends ist noch nicht abzusehen“¹.

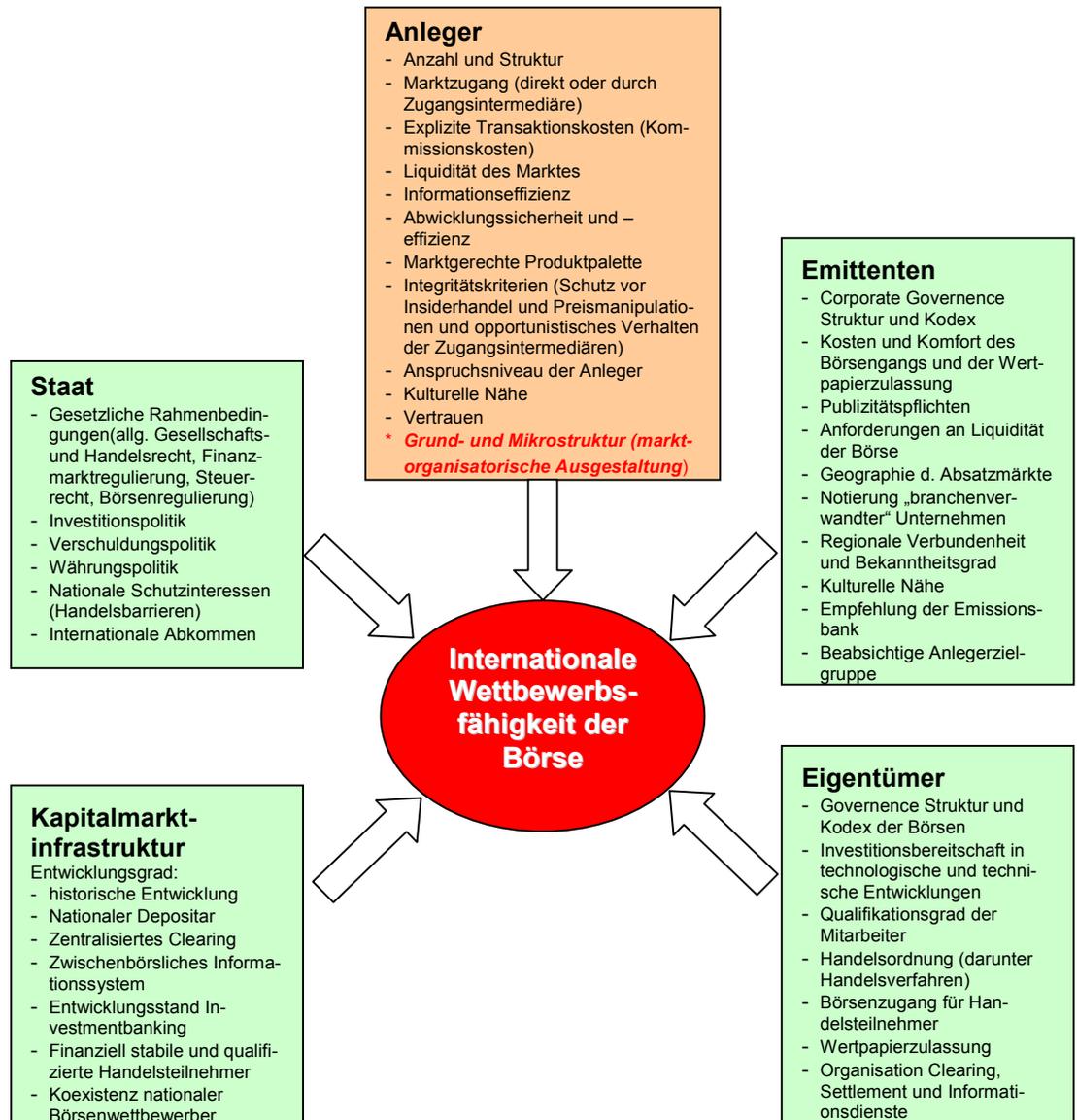
Für die jungen und bislang national orientierten russischen Effektenbörsen sind diese Trends existenzbedrohlich, da sie mit erheblichen Marktverlusten verbunden sind. Mit zunehmender Tendenz (vgl. Abb. 1) werden ca. 75% aller Umsätze mit russischen Aktien außerhalb der Russischen Föderation (RF) gehandelt.



Quelle: Strategie der Finanzmarktentwicklung in der Russischen Föderation für 2005 - 2008 (Entwurf im Rahmen des föderalen Regierungsprogramms für den Zeitraum 2005 - 2008). Web-Site der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FFSM): <http://www.fesm.ru>. Eigene Übersetzung

¹ H. Schmidt und A. Küster Simič, 2000, S. 138.

Es sind verschiedene Faktoren bekannt, die direkt oder indirekt die internationale Akzeptanz und Attraktivität von Börsen beeinflussen. In der Abb. 2 wurden die wichtigsten von ihnen zusammengefasst.



* Thema der Diplomarbeit

Abb. 2 – Einflüsse auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit von Börsen

Quelle: eigene Darstellung

An erster Stelle sind sicherlich die Anleger zu nennen und so will sich diese Arbeit mit der Frage beschäftigen, *inwieweit die gewählte Grund- und Mikrostruktur russischer Börsen für deren Wettbewerbsschwäche mit verantwortlich ist*. Die auf theoretische und empirische Ergebnisse der Marktmikrostrukturtheorie basierende Erkenntnis, dass verschiedene organisatori-

sche Ausgestaltungen des Aktienhandels nachweisbare Auswirkung auf den Preisbildungsprozess und somit auf das Marktergebnis haben, rechtfertigt die gestellte Frage. Zur Beantwortung wird daher untersucht, ob die Börsenorganisatoren in der RF anerkannte theoretische Grundlagen der Marktstrukturtheorie sowie Erfahrungen anderer internationaler Börsen nutzen und inwieweit die gewählten Handelsverfahren an den bedeutendsten Börsen der RF dem Bedürfnis der jeweiligen Anleger entsprechen.¹

Ausgangspunkt ist eine Darstellung der theoretischen Grundlagen der marktorganisatorischen Ausgestaltungsmöglichkeiten von Handelsverfahren in *Kapital* 2¹. Neben der Grundstruktur spielen die Mikrostrukturelemente wie Handelsfrequenz, Grad der Markttransparenz, darunter Anonymitätsgrad und Reputationsaufbau der Handelsteilnehmer eine zentrale Rolle. Die Bedeutung der Kursverbesserung als weiteres Architekturelement wird ebenfalls diskutiert.

Gleichwohl werden auch einige weitere Einflussfaktoren mit Relevanz auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Russland im Rahmen des *dritten Kapitels* skizziert. Einerseits, weil sie einen unmittelbaren Einfluss auf die marktorganisatorische Gestaltung des Börsenhandels haben und andererseits, weil sie wesentliche Problemfelder des russischen Kapitalmarktes charakterisieren. Entwicklungen (auch institutioneller und gesetzlicher Art) haben in diesem Sektor in der RF eine hohe Dynamik. Bestimmte Regelungen sind derartig schnelllebig, dass die vorliegende Arbeit möglicherweise kleinere Veränderungen der letzten 2 – 3 Monate nicht vollständig berücksichtigt. Die wichtigsten Tendenzen wurden jedoch erfasst und beschrieben.

Das *vierte Kapitel* befasst sich mit den bestehenden Handelsverfahren am russischen Aktienmarkt. Dabei werden die Strukturmerkmale der wichtigsten Effektenbörsen in der RF ausführlich erläutert und gewürdigt. Es erfolgt eine Beschränkung auf den Sekundärmarkt für Aktien.

¹ Ohne entsprechende empirische Untersuchungen hinsichtlich der Auswirkungen der marktorganisatorischen Gestaltung eines Handelsverfahren auf das Marktergebnis kann diese Frage nicht eindeutig beantwortet werden. Deswegen können diesbezüglich nur Vermutungen dargestellt werden, die auf den Erkenntnissen der Marktstrukturtheorie basieren.

Ein zusammenfassender Vergleich der beschriebenen Börsen und Schlussfolgerungen befinden sich im *Kapitel 5* dieser Arbeit. Aufbauend auf die theoretischen Grundlagen und eine detaillierte Beurteilung der Strukturelemente einzelner Handelsverfahren enthält das Kapitel eine Antwort auf die oben aufgeworfenen Fragen.

Die Bearbeitung des Themas baut auf eine Literaturrecherche in Bezug auf die theoretischen Grundlagen der Marktmikrostrukturtheorie auf. Dabei wurde allerdings festgestellt, dass es keine internationalen wissenschaftlichen Veröffentlichungen zur Untersuchung der Handelsverfahren an russischen Börsen gibt. Zum allgemeinen Entwicklungsstand russischer Börsen und zu den rechtlichen Rahmenbedingungen konnten nur wenige wissenschaftliche Quellen gefunden werden. Die Autorin hat sich deshalb Anfang des Jahres 2005 zu einem einmonatigen Studienaufenthalt in Moskau entschlossen. Die Recherche zur gegenwärtigen Mikrostruktur der russischen Börsen beruht daher im wesentlichen auf einer Auswertung der vorhandenen wissenschaftlichen Untersuchungen in russischer Sprache sowie auf eigenen Interviews mit führenden russischen Wissenschaftlern, Börsenmanagern und Marktteilnehmern. Da die einzelnen Marktmodelle nicht ausreichend in den jeweiligen Börsenhandelsordnungen beschrieben sind, haben vor allem die Interviews zur notwendigen Klärung vieler wichtiger Details beigetragen.

Abschließend wird nochmals darauf hingewiesen, dass die Würdigung im Rahmen dieser Diplomarbeit ausschließlich auf Erkenntnisse der Marktmikrostrukturtheorie basiert. Weiterführende Arbeiten erfordern detaillierte empirische Untersuchungen am russischen Kapitalmarkt hinsichtlich der Auswirkungen unterschiedlicher marktorganisatorischer Gestaltungsalternativen eines Handelsverfahren auf das Marktergebnis. In diesem Zusammenhang wäre auch ein internationaler Vergleich der Marktarchitektur solcher Handelssegmente interessant, wo zunehmend Aktien russischer Emittenten gehandelt werden. Unter anderem könnte die Untersuchung der Frage, warum die Mehrheit der russischen Titel an der Londoner Börse (LSE) gehandelt wird, sehr aufschlussreich sein.

¹ Die Schwerpunkte bei der Darstellung der theoretischen Grundlagen wurden vor dem Hintergrund bestehender Handelsverfahren russischer Börsen gesetzt.

2 **MARKTORGANISATORISCHE AUSGESTALTUNGSMÖGLICHKEITEN EINES HANDELSVERFAHRENS**

2.1 **Börsengrundstruktur**

Die Effizienz der einem Börsenorganisator zur Verfügung stehenden marktorganisatorischen Ausgestaltungsmöglichkeiten wird international üblich an der Marktnähe der Kurse gemessen (Preiswettbewerb)¹. Die differenzierten Anforderungen einzelner Anlegergruppen sowie teilspezifischen Leistungen² kommen im Qualitätswettbewerb zum Ausdruck.

Bei der Suche nach einer optimalen und zukunftsorientierten Börsenarchitektur für die russischen Börsen kann von drei bekannten Grundstrukturen ausgegangen werden. Idealtypisch werden die Sekundärmärkte in Händlermärkte und Auktionsmärkte eingeteilt³. An Händlermärkten wird speziellen Marketeilnehmern, den Marketmakern (Dealern), vom Börsenorganisator ein Bietprivileg gewährt. Alle Geld- und Briefkurse können nur entweder von einem einzigen Marketmaker (*Händlermonopolmarkt – erste Grundstruktur*) oder von konkurrierenden Marketmakern (*Händlerauktionsmarkt – zweite Grundstruktur*) gestellt werden. Durch die jederzeitige Bereitschaft, zu den gestellten Kursen zu handeln, ermöglichen die Marketmaker den anderen Marktteilnehmern die sofortige Durchführung von Transaktionen (*Sofortigkeitsservice*)⁴. Diese kann als Versicherungsleistung interpretiert werden, da der Marketmaker den anderen Teilnehmern das Ausführungs- und Preisrisiko abnimmt⁵.

¹ H. Schmidt, O. Oesterhelweg und K. Treske, 1996, S. 93.

² Z.B. Handel mit umsatzschwachen Titeln.

³ In der Realität sind meist historisch gewachsene komplexe Mischformen der beiden Systeme installiert. Siehe dazu M. Pagano und A. Röell, 1990, S.71 sowie G. G. Booth, P. Iversen, S. K. Sarkar, H. Schmidt und A. Young, 1996. Die Aufteilung gilt nur für den fortlaufenden Handel zu Einzelkursen. Der Handel zu Gesamtkursen ist ausschließlich an Anlegerauktionsmärkten möglich. Es gibt außerdem Plattformen mit unselbständiger Kursfeststellung (z.B. XETRA XXL). Dort werden die Aufträge zum Referenzkurs kompensiert. H. Schmidt, M. Schleef und A. Küster Simič, 2001, S. 75.

⁴ R. Schwarz, 1991, S.136f.

⁵ Das Ausführungsrisiko bezieht sich auf die Möglichkeit, dass ein erteilter Auftrag nicht ausgeführt werden kann. Ein Preisrisiko besteht, wenn der Transaktionspreis zum Zeitpunkt der Auftragserteilung nicht bekannt ist. Da in einem Marketmaker-Markt nur die Möglichkeit besteht, die vom Marketmaker quotierten Preise zu akzeptieren, besteht für einen Marktteilnehmer weder ein Preis- noch ein Ausführungsrisiko.

Das Problem der Preisfindung wird dabei dem Marketmaker überlassen, da dieser die Preise benennen muss, zu denen er kauft bzw. verkauft (*Preisfindungsservice*). Diese Preisangaben werden als Quoten bezeichnet¹. Das Marketmaker-Prinzip führt aufgrund seines ökonomischen Regelmechanismus² zu qualifizierten Effektenpreisen. Zu ihrer Bestimmung kann ein Marketmaker neben öffentlich verfügbaren Informationen seine Kenntnis der Auftragslage an der Börse heranziehen. Etwaige private Informationen anderer Marktteilnehmer können nur insoweit berücksichtigt werden, wie der Marketmaker aus dem beobachteten Orderfluss Rückschlüsse auf ihre Existenz und ihren Inhalt ziehen kann.

Die Kosten des Preisfindungsservices und des Sofortigkeitsservices schlagen sich im abgerechneten Kurs nieder, das heißt sie kommen in der Differenz zwischen dem vom Marketmaker genannten Verkaufs- und Kaufpreis, also in der gestellten Spanne zum Ausdruck³. Handelt es sich um einen Markt, in dem mehr als ein Marketmaker quotiert, bildet die niedrigste Verkaufsquotierung und die höchste Ankaufsquotierung die Marktspanne, welche die engste verfügbare Spanne des Marktes darstellt. Die Existenz einer Marktspanne und ihre Höhe wird in der Mikrostrukturtheorie mit den Kosten des Marketmaking erklärt⁴. Auch seinen Gewinn muss der Marketmaker aus dieser Spanne realisieren.

¹ Ein nach dem Marketmaker-Prinzip organisierter Markt wird daher als „*quote-driven market*“ bezeichnet.

² Der Marketmaker ist stets bereit, ein bestimmtes Wertpapier zu von ihm genannten Geld- und Briefkursen zu kaufen bzw. zu verkaufen ohne zu wissen, ob eine potenzielle Gegenpartei kaufen oder verkaufen möchte.

³ Neben den expliziten Transaktionskosten wie Provisionen, Gebühren, Steuern oder Courtage existieren s.g. versteckte oder implizite Transaktionskosten. Implizite Transaktionskosten resultieren bei statischer Betrachtung aus einer Abweichung des Transaktionspreises vom Gleichgewichtspreis für eine Order gegebener Größe. Bei dynamischer Betrachtung kommt der Aspekt hinzu, wie schnell Abweichungen vom Gleichgewichtspreis wieder ausgeglichen werden können (market impact). Implizite Kosten schlagen sich im abgerechneten Kurs nieder. Der Kurs enthält also immer den Preis für das Wertpapier plus den Preis für eine Dienstleistung. H. Schmidt und S. Prigge (1995, S. 311-321) beschreiben diesen Vorgang als Zwei-Güter-Hypothese.

⁴ Marketmaker müssen bei ihrer Kostenkalkulation diverse fixe und variable Geschäftsabwicklungskosten, Informationsrisikokosten sowie Bestandhalte- und Bestandskontrollkosten berücksichtigen. Siehe dazu auch bei H. Schmidt und A. Küster Simič, 2000, S. 142.

In einem Händlermarkt sind alle Marktteilnehmer gezwungen, bei Transaktionen den Sofortigkeitsservice eines Marketmakers zu beanspruchen und zu bezahlen. Es kann aber in Zweifel gezogen werden, ob die Märkte überhaupt durch eine solche Nachfrage gekennzeichnet sind. Zumindest bei institutionellen Anlegern mit einer ausgeglichenen Portfoliostruktur und bei ruhigem Marktverlauf dürfte die Frage nach einem besseren Kurs relevant werden, der sich unter Umständen erzielen ließe, wenn auf die Sofortigkeit der Auftragsdurchführung zugunsten eines günstigeren An- oder Verkaufskurses verzichtet wird. Besonders bei liquiden Wertpapieren ist, abgesehen von besonderen Marktsituationen und großen Aufträgen, auch in einer kontinuierlichen Auktion nahezu Sofortigkeit gegeben. In diesem Fall ist ein Eingreifen durch Marketmaker nicht erforderlich¹. Diese Überlegungen bringen die *Auktionsmärkte (dritte Grundstruktur)* stärker ins Blickfeld.

Während auf einem Händlermarkt die Marketmaker ihre Geld- und Briefkurse stellen, geben auf einem Anlegerauktionsmarkt die Marktteilnehmer ihre Aufträge ab². An Auktionsmärkten werden auf der Basis der vorliegenden Aufträge (order driven) Kurse unter Mitwirkung vieler Marktteilnehmer festgestellt. Diese konkurrieren um einzelne Aufträge der jeweiligen Marktgegenseite. Auktionen auf der Angebots- und auf der Nachfrageseite finden somit gleichzeitig statt (Doppelauktion, zweiseitige Auktion).

Das Auktionsprinzip führt zu qualifizierten Effektenpreisen. Die Abschlusskurse sind hier das Ergebnis einer Kollektivverhandlung einer Vielzahl von Anlegern. Private Informationen aller Marktteilnehmer fließen zumindest potenziell im Rahmen der Interaktion in die Kursfeststellung ein.

Auch im Auktionssystem existiert eine Spanne. Sie wird durch das höchste Kauf- und das niedrigste Verkaufslimit gebildet und zeigt somit die günstigsten, aktuellen Ausführungskonditionen an. Handelsteilnehmer, die im fortlaufenden Handel limitierte Orders platzieren, stellen dem Markt Sofortigkeit

¹ A. Madhavan und G. Sofianos (1998) haben beispielsweise den Zusammenhang zwischen dem Handelsvolumen einer Aktie und der Anzahl von Eingriffen durch Specialists an der NYSE untersucht. Die Ergebnisse stimmen mit dem genannten Zusammenhang zwischen Sofortigkeit und Orderintensität überein.

² Die meisten Anleger können nicht direkt am Effektenhandel teilnehmen. Sie bedienen sich eines Zugangsintermediären. Insofern sind es demnach nicht die Anleger, die direkt mit einander handeln, sondern ihre Agenten. Allein die offenen Börsen können als echte Anlegermärkte angesehen werden. Diesen Umstand betont u.a. R. Schwarz (1988), S. 18f wenn er statt von einem „auction market“ von einem „agency market“ spricht.

zur Verfügung, weil sie bereit sind, zu ihrem Limitkurs zu handeln. Anleger, die hingegen im fortlaufenden Handel unlimitierte Orders (Markttorders) in den Markt geben, fragen Liquidität nach. Sie haben aber, im Gegensatz zum Marketmakermarkt, die Wahl zwischen der Annahme der Sofortigkeit durch die Annahme eines Limitgebots oder die Einstellung einer eigenen Limitorder. Bei der Erteilung einer Markttorder besteht weder Mengen- noch Kursunsicherheit¹. Dafür sind aber die Kosten des Sofortigkeitsservices fällig. Die Erteilung eines limitierten Auftrags verspricht einen Abschlusskursvorteil, ist aber mit einer Abschlussunsicherheit, möglichen Wartezeiten und der Gefahr, auf das Gebot eines besser informierten Marktteilnehmers zu treffen, verbunden. Es ist nicht bekannt, welche Marktteilnehmer aus welchen Gründen limitierte Aufträge erteilen. „Es ergibt sich eine Geld-Brief-Spanne, die größer als Null ist, weil der potenzielle Kursvorteil immer positiv und hoch genug sein muss, um den Nachteil der Abschlussunsicherheit zu kompensieren“². Da alle Marktteilnehmer limitierte Aufträge erteilen können, besteht ein Wettbewerb.

Typisch für einen Anlegerauktionsmarkt ist ein Limitorderbuch. Das Orderbuch ist eine Zusammenstellung der nach bestimmten Prioritätskriterien geordneten limitierten Aufträge. Insofern kann man sagen, dass im Orderbuch die Konkurrenz gespeichert wird³. Den höchsten Vorrang hat regelmäßig der Kurs. Als weiteres Prioritätskriterium findet insbesondere der Zeitpunkt der Ordererteilung Verwendung, seltener auch andere Kriterien wie etwa die Ordergröße⁴.

Ein häufiges Phänomen bei einem Anlegerauktionsmarkt ist das so genannte *freiwillige Marketmaking*, das etwa im IBIS- Handel sehr verbreitet war⁵. Es liegt vor, wenn Marktteilnehmer freiwillig sowohl limitierte Kauf- als auch limitierte Verkaufsaufträge erteilen und sich damit wie Marketmaker verhalten. Es verbleiben jedoch mindestens zwei Unterschiede zu einem reinen Marketmaker-Markt. Einerseits besteht beim freiwilligen Marketmaking keine Verpflichtung, jederzeit Kauf- und Verkaufskurse zu stellen, so dass ein

¹ Das setzt voraus, dass eine Markttorder nur dann erteilt wird, wenn eine limitierte Order ausreichender Größe auf der Marktgegenseite existiert.

² H. Schmidt und A. Küster Simič, 2000, S. 144.

³ H. Schmidt und A. Küster Simič, 1999 a, S. 525.

⁴ Schwarz 1988, Kapitel 2.

⁵ H. Schmidt, O. Oesterhelweg und K. Treske, 1996. S. 93.

Rückzug vom Markt jederzeit möglich ist. Andererseits haben nach wie vor alle Marktteilnehmer das Recht, limitierte Aufträge zu erteilen. Durch die Präsenz von freiwilligen Marketmakern wird dem Markt zusätzliche Liquidität bereitgestellt.

Wie oben bereits erwähnt, hängt die Überlegenheit einer Grundstruktur¹ von verschiedenen Faktoren ab. Zu nennen sind beispielsweise die Gewichtung des Sofortigkeitsaspekts durch die Anleger, die Auftragsintensität des gehandelten Titels und die Stabilität der Marktphase². Auch die Auftragsgröße ist von Bedeutung. So halten beispielsweise Pagano und Steil (1996)³ einen nach dem Marketmaker-Prinzip organisierten Markt bei großen Aufträgen für geeigneter. Große Aufträge können an einem Auktionsmarkt die im Orderbuch aktuell verfügbare Liquidität übersteigen.

Theoretische Argumente⁴ sowie Ergebnisse mehrerer empirischer Untersuchungen⁵ sprechen für den Anlegerauktionsmarkt (dritte Grundstruktur), an dem Anlegeraufträge direkt aufeinander treffen können. Dabei ist ebenfalls an die Konstruktion von Mischformen gedacht, indem Elemente des Händlermarktes in die Grundstruktur des Auktionsmarktes integriert werden⁶. Der entscheidende Vorteil der dritten Grundstruktur ist die hohe Anzahl potenzieller Gegenparteien, die miteinander konkurrieren⁷. Limitierte Aufträge aus dem Publikum sorgen für eine ständige, nicht prognostizierbare Variation der Gegenparteien. Der vorhandene Wettbewerb führt zu marktnahen Kursen und ermöglicht auch eine Disziplinierung derjenigen Marktteilnehmer, die sich an einem Agentenauktionsmarkt wie Marketmaker verhalten. Stel-

¹ Eine Diskussion darüber, ob das beste Gebot per Auktion festgelegt oder von einem Monopolisten bestimmt wird (d.h. die Entscheidung zwischen erster und zweiter Grundstruktur), soll an dieser Stelle nicht erfolgen. In der wissenschaftlichen Literatur zu diesem Thema wird übereinstimmend die Meinung vertreten, dass die Auktion sinnvoller ist. Siehe dazu H. Schmidt, 1977, S. 399f.; H. Schmidt und A.K. Simic, 2000, S. 137; sowie R.A. Schwarz, 1991, S. 155.

² Während bei Papieren mit hohem Auftragsvolumen pro Zeiteinheit eine Marketmaker-Funktion nur in Ausnahmefällen benötigt wird, gewinnt sie bei Titeln mit geringerer Orderintensität schnell an Bedeutung.

³ M. Pagano und B. Steil, 1996.

⁴ H. Schmidt und A.K. Simic, 2000, S. 140.

⁵ H. Schmidt und P. Iversen, 1992.

⁶ An der NYSE (Agentenauktionsmarkt) konkurrieren zum Beispiel die Limitorders mit den quotierten Preisen der Specialists und können dadurch zu einer Senkung der in der Geld-Brief-Spanne zum Ausdruck kommenden Kosten führen. Auch die Integration der Betreuer in XETRA stellt einen Versuch dar, die Vorteile des Marketmaker-Systems in den Auktionsmarkt zu integrieren.

⁷ G.G. Booth, P. Iversen, S. K. Sarkar, H. Schmidt und A. Young, 1996, S. 8.

len diese Marketmaker marktferne Kurse, müssen sie damit rechnen, dass eine ihnen nicht bekannte Gegenpartei einen marktnäheren Kurs anbietet. An einem Händlerauktionsmarkt ist der Wettbewerbsdruck durch die relativ konstante Anzahl der Gegenparteien geringer.

Kurverbesserungsmöglichkeiten in eigener Regie der Marktteilnehmer können ebenfalls als Vorteil des Auktionsmarktes angesehen werden (siehe hierzu auch Abschnitt 2.2.4)¹.

Auch an den zwei bedeutendsten Börsen der Welt, LSE und NASDAQ, hat sich diese Erkenntnis durchgesetzt. Gerade diese beiden Börsen waren lange Zeit als typische Händlerauktionsmärkte bekannt. Neben Geboten von Marketmakern können inzwischen auch an der LSE und der NASDAQ limitierte Aufträge von Anlegern ins Orderbuch eingestellt werden. Damit besteht für Anleger die Möglichkeit, ohne Beteiligung eines Marketmakers untereinander abzuschließen.

Die tendenzielle Überlegenheit eines Agentenauktionsmarktes² legt es nahe, die Alternativen zur Ausgestaltung seiner Mikrostruktur genauer zu betrachten. Im folgenden Abschnitt soll daher die Frage untersucht werden, welche Faktoren die Marktmikrostruktur wesentlich bestimmen und wie die Ausgestaltung der Mikrostruktur zur Steigerung der Leistungseffizienz von Auktionsmärkten beitragen kann.

¹ H. Schmidt, M. Schleef und A. Küster Simič, 2001, S. 75.

² Eine genügende Bereitschaft zum Marketmaking in einem Anlegerauktionsmarkt kann die Vorteile eines Händlerauktionsmarktes mit Sofortigkeitsservice unter Umständen relativieren.

2.2 Börsenmikrostruktur

2.2.1 Handelsfrequenz

An einem Anlegerauktionsmarkt unterscheidet man zwei Grundtypen:

- a. fortlaufender Handel zu Einzelkursen (Haupttyp) und
- b. periodischer Handel zu Gesamtkursen (Nebentyp) (Call- Markt)¹.

Im kontinuierlichen Handel kommt ein Abschluss zustande, wenn sich ein Käufer und ein Verkäufer auf einen Abschlusskurs einigen können. Der vereinbarte Kurs gilt nur für diesen einen Abschluss zwischen den beiden Parteien.

Beim periodischen Handel werden die eingehenden Aufträge erst eine gewisse Zeit gesammelt, bis sie dann zu einem bestimmten Zeitpunkt zusammengefasst und nach dem Meistausführungsprinzip ausgeführt werden². Da Gesamtkurse auf Basis einer großen Zahl von Geboten ermittelt werden, wird ihre Qualität als hoch eingestuft. Limitierte Aufträge und Marktaufträge haben in einem solchen Call-Markt eine andere Funktion als im Handel zu Einzelkursen, wo durch limitierte Order Liquidität angeboten wird, während Marktorders Liquidität nachfragen. Beim Handel zu Gesamtkursen hingegen entsteht Liquidität am Markt, wenn Aufträge möglichst frühzeitig in das Orderbuch eingestellt werden und für den Markt verfügbar sind. Wenn die Marktteilnehmer nicht auf Sofortigkeit der Ausführung ihres Auftrages bestehen, könnten sie durch zeitliche Konzentration der Aufträge einen günstigeren Kurs erreichen. Beim Handel zu Gesamtkursen wird der Preisfindungsservice ohne Sofortigkeitsservice angeboten. Schmidt und Prigge, 1995 und Schmidt, Oesterhelweg und Treske, 1996 interpretieren den Handel zu Gesamtkursen als „Price-Improvement-Service“, wobei dieses Angebot nur zu bestimmten Zeitpunkten verfügbar ist.

Die in der Literatur zu findende Aussage, dass die Nichtexistenz einer Geld-Brief-Spanne ein Vorteil periodischer Auktionen im Hinblick auf versteckte

¹ Siehe dazu H. Schmidt, 1977, S. 388-392, H. Schmidt und A. Kuester Simič, 2000, S. 138 sowie R.A. Schwarz, 1988, S. 19-22.

² Es wird derjenige Preis ermittelt, der zur größtmöglichen Stückzahl führt.

Transaktionskosten sei¹, wird hier als nicht ausreichend angesehen. Eine explizite Geld-Brief-Spanne existiert beim periodischen Handel nicht. Dennoch existieren auch beim Nebentyp versteckte Transaktionskosten, wie z.B. ein Kurseffekt als Differenz zwischen dem jeweiligen Marktpreis mit und ohne Berücksichtigung der zuletzt erteilten Order. Es gibt einige Argumente, die für niedrige versteckte Transaktionskosten beim Call-Markt sprechen. So sind die Marktteilnehmer beim Handel zu Gesamtkursen vor adversen Effekten durch neu eintreffende Informationen weitgehend geschützt. Zudem sind Breite und Tiefe des Marktes zu den Preisfeststellungszeitpunkten durch die zeitliche Konsolidierung des Orderstroms hoch. Der Einfluss einer Order auf den Preis ist daher klein. Dasselbe gilt auch für große Aufträge, deren Einfluss auf den Markt bei periodischen Auktionen geringer sein dürfte, was unerwünschte Kurseffekte bei Blocktransaktionen reduziert. Die genannten Vorteile dürften insbesondere für den Börsenhandel mit umsatzschwächeren Aktien aber auch für den Blockhandel von Bedeutung sein. Nachteilig ist, dass zwischen den Preisfeststellungszeitpunkten kein Handel möglich ist.

Es ist weder gewährleistet, dass ein eindeutiger Marktpreis existiert, noch ist garantiert, dass der Markt beim festgestellten Preis vollständig geräumt wird. Daher werden Regeln spezifiziert, wie der Marktpreis im Falle der Indeterminiertheit festgelegt und auf welche Weise mit einem Angebots- oder Nachfrageüberhang verfahren wird.

Ein Börseorganisator muss sich jedoch nicht für den fortlaufenden Handel oder für den periodischen Handel entscheiden². So ist in der Praxis auch weit verbreitet, dass beide Grundtypen durch zeitliche Abfolge miteinander kombiniert werden. An vielen Börsen³ wird der Eröffnungskurs, also der erste Kurs eines Handelstages für fortlaufend notierten Aktien, als Gesamtkurs festgestellt¹. Vielfach gibt es auch am Ende des fortlaufenden Handels ein Call, seltener jedoch zusätzlich zur Mitte des Handelstages. In XETRA werden auch in bestimmten Volatilitätssituationen Gesamtkurse errechnet.

¹ R. A. Schwarz, 1988, S.442.

² H. Schmidt, 1977, S. 388-392, sowie R.A. Schwarz, 1988, S. 19-22.

³ Als Beispiele seien die NYSE, die deutschen Wertpapierbörsen, die Tokioter und die Pariser Börse sowie seit 1996 auch die LSE genannt.

Die Frage, ob bzw. unter welchen Bedingungen und für welche Titel eine solche zeitliche Abfolge verschiedener Handelsverfahren oder der Handel ausschließlich zu Gesamtkursen sinnvoll ist, wird im weiteren Verlauf der Arbeit nicht behandelt. „Der Handel zu Gesamtkursen, so wichtig und nützlich er unter verschiedenen Aspekten auch ist, verliert in den letzten Jahren seine Bedeutung².“ Im XETRA z.B. entfällt auf den Handel zu Gesamtkursen ein Anteil von deutlich unter 10%. Für die russischen Börsen erscheint der Nebentyp, wie später ausführlicher dargestellt wird, noch weniger attraktiv zu sein. Sein Anteil z.B. an der MICEX liegt unter 1%.

2.2.2 Grad der Markttransparenz

Die Transparenz einer Börse wird durch Art und Umfang der veröffentlichten Informationen über das Handelsgeschehen bestimmt. Sie lässt sich in Gebotspublizität, sowie Kurs- und Umsatzpublizität untergliedern. Während sich Kurs- und Umsatzpublizität auf die Veröffentlichung von Abschlüssen nach der Transaktion beziehen³, umfasst die Gebotspublizität die Verfügbarkeit von Informationen über die aktuelle Angebots- und Nachfragesituation vor einer Transaktion.

Der Einblick der Marktteilnehmer in das Orderbuch (Orderbuchtransparenz als Spezialfall der Gebotspublizität) gehört als maßgeblicher Bestimmungsfaktor der Markttransparenz zu den wichtigsten, zugleich jedoch auch umstrittensten Variablen bei der Gestaltung der Handelsorganisation von Auktionsmärkten⁴.

Der Transparenzgrad eines Orderbuchs ergibt sich daraus, welche Informationen, welchen Marktteilnehmern auf welche Weise und zu welchem Zeitpunkt zur Verfügung gestellt werden⁵. Die wichtigsten Transparenzparame-

¹ Für nicht variabel notierte Aktien wird der Kurs in mehreren Auktionen bzw. Einzelauktion festgelegt. Z.B. der Handel mit illiquiden Small Caps und illiquiden Auslandsaktien in XETRA. Deutsche Börse (Hrsg.), 2004.

² H. Schmidt und A.K. Simic, 2000, S. 139.

³ Bei dieser Art der Publizität geht es vorwiegend um folgende Informationen: Zeit des Geschäftsabschlusses, Kurs sowie Umfang. Seltener spielt die Identität der Vertragsparteien eine Rolle. Von großer Bedeutung ist dabei die Geschwindigkeit, mit der diese Informationen dem Markt mitgeteilt werden. Die Nachhandels-Transparenz verbessert die Entscheidungsgrundlage für zukünftige Geschäfte.

⁴ M. Pagano und B. Steil, 1996, S. 32.

⁵ W. Gerke, H. Bienert und U. Schroeder- Wildberg, 1995, S.228.

ter, die sich unterschiedlich kombinieren und weiter unterteilen lassen, werden in *Abbildung 3* dargestellt.

Insgesamt ergibt sich eine Vielzahl an Gestaltungsalternativen für die Orderbuchtransparenz. Das Ziel dieses Abschnitts besteht im wesentlichen in der Erläuterung von Wirkungszusammenhängen zwischen Orderbuchtransparenzgrad und Leistungsfähigkeit einer elektronischen Börse im fortlaufenden Handel¹. Ein weiterer Aspekt der Markttransparenz, die Identität des Auftragsgebers, ist Gegenstand des folgenden Abschnittes.

Die Orderbuchtransparenz beeinflusst die Funktionsfähigkeit eines Wertpapiermarktes indirekt durch das *Verhalten der Anleger*. Direkte Einflüsse auf Informationskosten liegen auf der Hand. Die Frage nach den Auswirkungen einer Veränderung der Markttransparenz ist daher gleichzeitig die Frage nach den tatsächlichen und potenziellen Veränderungen des Entscheidungsverhaltens der Investoren². Die unterschiedlichen Transparenzgrade des Orderbuchs definieren bestimmte Anreize für die Marktteilnehmer, die bei der Auftragserteilung berücksichtigt werden.

Über die Vorteilhaftigkeit der einen oder anderen Alternative von Orderbuchtransparenz liegen keine gesicherten theoretischen Erkenntnisse bzw. eindeutige empirische Bestätigungen vor³. Hinsichtlich des anzustrebenden Markttransparenzgrades existieren unterschiedliche Meinungen. Diese sind begründet durch variierende Marktmikrostrukturen, durch individuelle Handelsstrategien einzelner Marktteilnehmer sowie durch Sonderinteressen verschiedener Anlegergruppen.

¹ Auf die Behandlung von Problemen der Orderbuchtransparenz kurz vor der Gesamtkursermittlung so wie auf Fragen der Informationsprivilegien der Orderbuchinsider wird verzichtet. Die gewählte Abgrenzung lässt sich mit der bestehenden Marktarchitektur russischer Börsen begründen.

² W. Gerke, H. Bienert und U. Schroeder- Wildberg, 1995, S.228.

³ Besonders die empirischen Studien sind mit Vorsicht zu betrachten, da die Ergebnisse auch durch Faktoren beeinflusst sein könnten, die nicht die Orderbuchtransparenz betreffen.

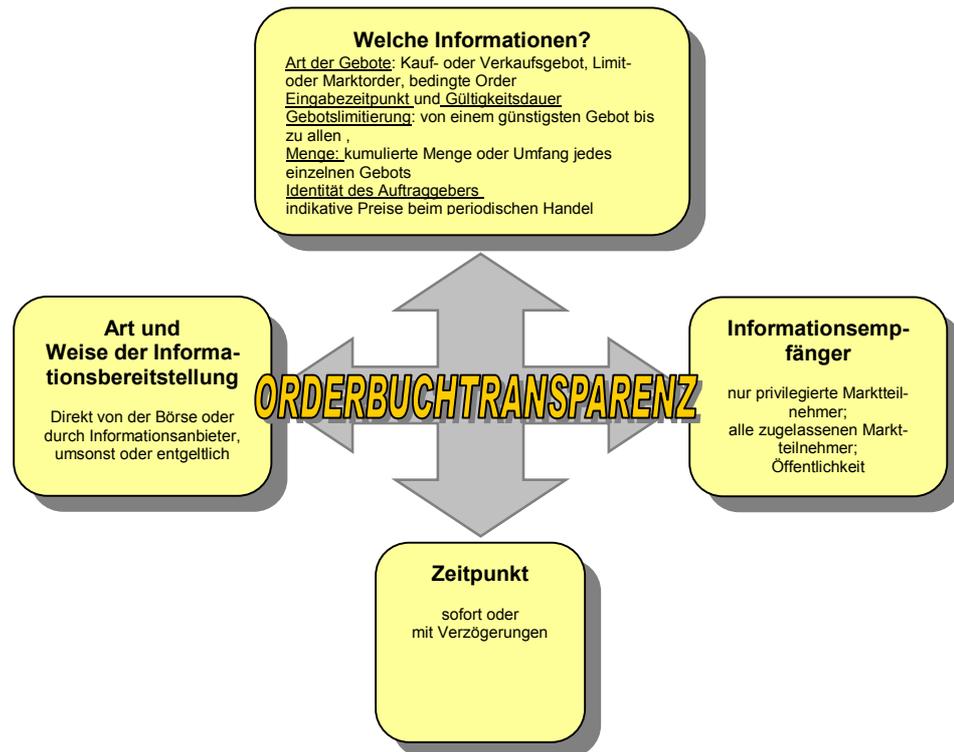


Abb. 3 – Orderbuchtransparenz.
Quelle: eigene Darstellung.

So hat die *Marktmikrostruktur* beispielsweise durch den Entwicklungsgrad der zweiten Stufe des Preiswettbewerbs einen Einfluss auf den Kurs, zu dem ein Auftrag ausgeführt werden kann¹. Die Marktarchitektur beeinflusst die Bedeutung des Kurslimits, folglich auch die Bedeutung der Gebots-
transparenz². Schmidt und Küster Simič (1999) sind auf der Basis von IBIS-Daten zu der Schlussfolgerung gekommen, dass ein hoher Grad der Orderbuchtransparenz insbesondere für die Handelssysteme ohne ausgebaut
te zweite Bietstufe notwendig ist³. Auch der resultierende Abschlusskurs eines unlimitierten Auftrags im Falle einer Teilausführung hängt von den entsprechenden Unterschieden in der Marktmikrostruktur ab (Möglichkeit der Teilausführung unlimitierter Orders, Art der unlimitierten Orders: single-price market orders oder average-price market orders).

¹ Die Kursverbesserung wird ausführlicher im Abschnitt 2.2.4 diskutiert.

² Weitere Ausführungen dazu siehe in H. Schmidt und A. Küster Simič, 1999b.

³ IBIS lässt sich als ein Hit-System charakterisieren. Ein Hit-System ist ein elektronischer Auktionsmarkt ohne ausgebaut
te zweite Stufe des Preiswettbewerbs (Kursverbesserung auf eigene Initiative wird nicht berücksichtigt). Das beste Gebot auf der Marktgegenseite wird durch elektronische Annahme getroffen und verschwindet vom Bildschirm.

Unterschiedliche Interessen der einzelnen Marktteilnehmer spiegeln sich unter anderem in den gewählten *Handelsstrategien* wider. So stellen manche Anleger eigene Limits innerhalb der Geld-Brief-Spanne oder an deren Rande ein, während andere schnell und zielgerichtet auf eingestellte Gebote zugreifen. Dabei ist der Rang der Sofortigkeit innerhalb des Zielsystems eines Anlegers sowie seine Risikoeinstellung¹ aber auch Gewinnmöglichkeiten² von Bedeutung. Die Einstellung von limitierten Aufträgen fördert durch die Verengung der Geld-Brief-Spanne und durch Liquiditätsbereitstellung die Leistungsfähigkeit einer Börse (siehe hierzu auch Abschnitt 2.1). In der Literatur erhalten daher durch Transparenzgradgestaltung gewonnene Anreize für die Einstellung limitierter Orders eine besondere Bedeutung³.

Grundsätzlich sollte davon ausgegangen werden, dass vollständige und sofortige Verfügbarkeit von Informationen über die aktuelle Marktlage die Effizienz des Marktes erhöht, da sich die, aus mangelnder Information resultierende, Transaktionsunsicherheit reduziert. Allerdings ist bei der Erhöhung des Orderbuchtransparenzgrades nicht zwangsläufig mit zusätzlichen Anreizen zur Einstellung von Limitorders zu rechnen. So bevorzugt jeder rationale Anleger einen transparenten Markt, ist jedoch seinerseits meistens ungerne bereit, den eigenen Auftrag offen zu legen. Marktteilnehmer, die ihre Order früh am Markt platzieren, müssen befürchten, andere mit Liquidität und Informationen zu versorgen. Es muss daher davon ausgegangen werden, dass ein offenes Orderbuch das gesamte Handelsinteresse nicht vollständig widerspiegelt. Ein Abwarten, um in einer passenden Marktsituation schnell und präzise auf von anderen Marktteilnehmer eingestellte Gebote zugreifen zu können, erscheint für viele Anleger in einem transparenten

¹ Wie in Abschnitt 2.1 beschrieben, sind limitierte Aufträge immer mit einer gewissen Ausführungsunsicherheit behaftet.

² Marktteilnehmer limitieren ihre Gebote eher dann, wenn die Marktspanne weit oder die Markttiefe gering ist. In einer solchen Marktsituation ist ein möglicher Abschlusskursvorteil wahrscheinlicher.

³ H. Schmidt und A. Küster Simič, 1999b.

Markt sinnvoller, als die bestehenden Limits zu verbessern¹. Der ungünstigere, aber sichere Abschlusskurs wird dem etwas günstigeren Abschlusskurs oft vorgezogen, weil zu diesem Kurs noch Unsicherheit über die Ausführung besteht².

Interessen verschiedener Anlegergruppen sind bei der Wahl der Markttransparenz ebenfalls zu berücksichtigen. So haben z.B. Arbitragemotivierte Anleger ein zwingendes Interesse im Hinblick auf die Transparenz von Limits und Stückzahlen. Ein hoher Transparenzgrad dürfte auch denjenigen Anlegern entgegenkommen, die komplexe Strategien verwenden.

Ein hoher Transparenzgrad bietet bestimmten Marktteilnehmern auch die Möglichkeit, Kurse zu beeinflussen. Der Anlegerschutz ist also in unmittelbarem Zusammenhang mit dem Grad der Transparenz zu sehen. Anleger ohne Schutzmöglichkeiten gegen Anlegerrisiken³ werden einer hohen Transparenz mit Skepsis begegnen.

Auch institutionelle Anleger haben wegen des Umfangs der einzelnen Transaktionen ein besonderes Schutzbedürfnis. Insbesondere beim Handel mit großen Volumina ergibt sich oftmals das Problem der ungewünschten Kurseffekte (Market Impact)⁴. Auch wenn eine Blockorder Liquidität anbietet, indem sie dem Markt als limitierte Order gezeigt wird, kann Market Impact entstehen. Marktteilnehmer vermuten hinter einer Blockorder Informationsvorsprünge. Eine Blockorder hat alleine auf Grund ihres Ordervolumens einen relevanten Informationsgehalt. Dies gilt auch dann, wenn die Motivation für die Order auf einer Portfolioumschichtung (z.B. Indextracking) basiert und rein liquiditätsmotiviert ist. Vollkommen transparente Märkte können daher beim Handel von Blöcken negative Auswirkungen auf den

¹ Notwendig ist jedoch ein ständiges personalintensives Beobachten des Marktes, besonders auf den Märkten ohne bedingte Orders. Bei einem offenen Orderbuch ist auch mit der Gefahr der Gegenposition (Mitlaufen) sowie des „Trading ahead“ zu rechnen. Erläuterungen dazu H. Schmidt, 1970, S. 45-54; ders. 1977, S. 23-25 und H. Scvhmidt, O. Oesterweg und K. Treske, 1997, S. 401.

² K.J. Cohen, S:F: Maier, R:A: Schwarz und D:K: Whitcomb, 1981 beschreiben dieses Verhalten auch als „gravitational pull“ eines sichtbaren Limits.

³ z.B. Transaktionsrisiko, Informationsrisiko, Realisationsrisiko; siehe dazu H. Schmidt (1970), S. 35-54, ders. (1977), S. 22-26; ders. (1983), S. 194, und ders. (1988), S. 19-23.

⁴ Um die Offenlegung von Blockorders zu vermeiden und so den Markt Impact zumindest partiell zu reduzieren, werden Blocktransaktionen oft entweder in kleinere Teilorders geteilt und sequenziell im Markt platziert oder über den außerbörslichen Telefonhandel zwischen institutionellen Investoren ausgeführt.

Transaktionspreis haben und die Performance einer Investmententscheidung deutlich negativ beeinflussen¹. Auch die Verpflichtung zur Kurs- und Umsatzpublizität unmittelbar nach Abschluss des Blockgeschäfts trägt dazu bei.

Die Ausführung von Blocktransaktionen zu Gesamtkursen, die Einführung von Iceberg Orders sowie die Möglichkeit zur zeitverzögerten Veröffentlichung von Großtransaktionen (z.B. erst nach Handelsschluss) können die beschriebenen negativen Effekte reduzieren.

2.2.3 Anonymitätsgrad und Reputation der Handelsteilnehmer

Der Grad der Transparenz wirkt direkt auf die Höhe der Informationsrisikokosten eines potenziellen Handelspartners. Reputation kann aufgebaut werden, indem sich Marktteilnehmer durch Offenlegung ihrer Identität dadurch auszeichnen, dass sie nicht aufgrund besserer Informationen handeln. Das kann ihnen besonders marknahe Kurse einbringen¹. Das heißt allerdings nicht, dass es im Interesse des Marktteilnehmers liegt, seine Identität grundsätzlich allen Marktteilnehmern gegenüber offen zulegen. Dies kann durchaus nur auf den potenziellen Handelspartner beschränkt sein.

Vor allem unterhalb der rege gehandelten Werten kann es empfehlenswert sein auf Systemelemente zu setzen, die den Aufbau von Reputation erlauben. Hier fallen die Unterschiede in den Informationsrisikokosten besonders ins Gewicht. Anonymer Börsenhandel dürfte bei umsatzschwächeren Aktien weniger leistungsfähig sein. Gleiches gilt bei größeren Transaktionen, denen viele Marktteilnehmer ein besonders hohes Informationsrisiko beimessen.

Die Entscheidung über den Anonymitätsgrad und die Möglichkeit zum Reputationaufbau bei Organisationen des Börsenhandels in Russland wird noch von einem weiteren Aspekt beeinflusst. Auf den Märkten, die keine

¹ Diese Preiseffekte sind in ihrer Höhe abhängig von der aktuellen Orderbuchlage bzw. von der Markttiefe und werden in Abgrenzung zu Provisions- und Gebührenzahlungen (explizite Transaktionskosten) als implizite (versteckte) Transaktionskosten bezeichnet. Versteckte Transaktionskosten stellen die Differenz zwischen dem theoretisch korrekten Wert zum Zeitpunkt der Investitionsentscheidung und dem letztlich resultierenden (durchschnittlichen) Transaktionspreis für die Blockorder dar.

Geschäftserfüllungsgarantie gewährleisten², werden die Erfüllungsrisikokosten vollständig von den Marktteilnehmern selbst getragen. Um diese Kosten zu minimieren suchen sich die Teilnehmer selbst ihre Handelspartner mit passender Bonität und entsprechender Reputation aus³. Das kann beim nicht anonym organisierten Wertpapierhandel erreicht werden⁴.

2.2.4 Kursverbesserung und weitere Mikrostrukturelemente

Die Möglichkeit, jederzeit zu marktgerechten Kursen handeln zu können, wird durch die Kongruenz von Abschlusszeitpunkt und Zeitpunkt der kurswirksamen Limitierung erreicht⁵. Darauf kann man sich meistens nur beim Handel mit umsatzstarken Titeln verlassen, da hier ständig limitierte Aufträge eingegeben werden. Beim Handel mit weniger liquiden Aktien und insbesondere in volatilen Märkten ist daher die Aktualisierung der Gebote sehr wichtig. In diesem Zusammenhang gewinnt die Kursverbesserung (*Price Improvement*) an Bedeutung. Die Kursverbesserung beschreibt die Möglichkeit, zu einem Kurs abzuschließen, der günstiger ist als das zum Zeitpunkt des Auftrags vorliegende günstigste Limit auf der Gegenseite. Sogar beim Handel mit relativ liquiden Aktien, wenn die Marktspanne mehr als eine Mindestkursabstufung beträgt, ist eine Kursverbesserung möglich.

Eine Kursverbesserung kann in eigener Regie des Marktteilnehmers durch die Einstellung einer Marktspannen verengenden Limitorder erzielt werden, oder durch einen plattformspezifischen Kursverbesserungsautomatismus. Bei letzterem wird das Ausmaß der Kursverbesserung ohne Zutun des Auftraggebers vom Markt bestimmt⁶. Schmidt, Oesterhelweg und Treske (1997)¹ sprechen in diesem Fall von einer *zweiten und entscheidenden Stufe im Preiswettbewerb*. Während im Rahmen der ersten Stufe die Marktteilnehmer nach dem Auktionsprinzip über abgegebene Gebote miteinander

¹ H. Schmidt, P. Iversen und K. Treske, 1993, S.215.

² Die Geschäftserfüllung mit Vorauszahlung bzw. Vorauslieferung ist möglich. D.h., die Abwicklung erfolgt nicht immer nach dem „Lieferung gegen Zahlung“ Prinzip. Siehe hierzu Abschnitt 4.2.1.3. der vorliegenden Arbeit.

³ Besonders strenge Marktteilnehmerzulassungskriterien können dabei für die Vorauswahl der Kontrahenten passender Bonität notwendig sein.

⁴ Denkbar ist auch ein anonym Handel, der Ausschlusskriterien beinhaltet und Handelspräferenzen berücksichtigt.

⁵ H. Schmidt und A. Küster Simič, 1999a, S. 525.

⁶ Siehe ausführlich dazu in H. Schmidt und A. Küster Simič, 1999a, S. 524-531.

konkurrieren, besteht in einer zweiten Bietrunde die Möglichkeit, auf Basis dieser Gebote durch Interaktion mit einer oder mehreren potenziellen Gegenparteien einen marktnäheren Kurs zu erzielen. Eine Kursverbesserung wird durch konkurrierende Gebote auf der Marktgegenseite erreicht, die durch aktuelles Angebot bzw. aktuelle Nachfrage in Form von gerade eingehenden Aufträgen noch einmal ausgelöst wurden. Gebote der zweiten Bietstufe können besonders marktnah eingestellt werden, da während der kurzen Zeit ihrer Existenz keine Überwachungskosten anfallen².

Die Wahrscheinlichkeit, durch die Einstellung einer Limitorder innerhalb der Marktspanne zu einer erfolgreichen Kursverbesserung zu kommen, nimmt mit dem Umsatz eines Titels ab³. Auch beim Handel mit liquiden Werten ist dieser Weg zur Kursverbesserung nicht einfach, da er eine ständige intensive Beobachtung des Marktgeschehens verlangt und mit der Abschlussunsicherheit verbunden ist. Eine unbestimmte Wartezeit muss ebenfalls berücksichtigt werden. Darüber hinaus ist ein hoher Orderbuchtransparenzgrad erforderlich, der aber auch nicht immer erwünscht ist (siehe dazu Abschnitt 2.2.2). So gesehen weist eine Börse, die eine Interaktion zwischen den Marktteilnehmern im Rahmen einer zweiten Bietrunde nicht erlaubt, Defizite in der Servicequalität und folglich in der Anlegerorientierung auf. Besonders spürbar wird das beim Handel in weniger liquiden Aktien.

Es gibt Handelsplattformen mit einer voll ausgebauten zweiten Bietstufe (z.B. die NYSE oder den Parketthandel an der Frankfurter Börse) und Märkte, die nur eine Stufe des Preiswettbewerbs aufweisen (z.B. die Hit-Systeme)⁴. Zwischenformen, wo zumindest eine höhere Stufe im Preiswettbewerb durch spezielle Mikrostrukturelemente erreicht werden kann, sind auch zu finden (z.B. die „Quote Request“ Funktion in Xetra)⁵.

¹ S. Schmidt, O. Oesterhelweg und K. Treske, 1997, S. 395 und 400.

² H. Schmidt, 1992, S. 248-252.

³ Die Einstellung einer Marktspannen verengenden Limitorder kann sogar zu Kursverschlechterungen führen, falls das beste Gebot auf der Marktgegenseite in der Zwischenzeit von anderen Teilnehmer akzeptiert wird und man dem Kurs hinterher laufen muss.

⁴ H. Schmidt und A. Küster Simič, 1999b, Orderbuchtransparenz, Abschlussunsicherheit und Bietverhalten, S. 234-235.

⁵ Siehe ausführlich dazu bei H. Schmidt und A. Küster Simič, Kursverbesserung und Orderbuchtransparenz, 1999a, insbesondere S. 527-528.

Die Implementierung einer zweiten Bietstufe im elektronischen Handel ist nicht einfach¹. Die Effizienz einer Computerbörse kann wesentlich durch die Einführung eines ergänzenden Kommunikationssystems zur elektronischen Handelsplattform verbessert werden. Dabei wird eine Interaktion der Marktteilnehmer z.B. in Form von persönlichen Verhandlungen am Telefon oder durch elektronischen Austausch erlaubt. Auf diese Weise könnte sogar eine höhere Qualität des Kursverbesserungsservices als im Parkett- und im Telefonhandel erreicht werden, da elektronisch sofort eine größere Anzahl an interessierten Parteien abgefragt werden kann und deutlich mehr Marktteilnehmer an der zweiten Bietstufe partizipieren können².

Die Leistungsfähigkeit von Handelsverfahren wird neben den bereits genannten noch durch weitere Merkmale der Börsenmikrostruktur beeinflusst. Hervorzuheben sind beispielsweise noch die Kurs- und Umsatzpublizität sowie der Mindestschluss und die Mindestkursabstufung. Darüber hinaus spielen Handelsüberwachung sowie Handelszeit und Handelswährung³ eine Rolle.

Das Marktmodell einer Börse wird aber nicht zuletzt durch weitere Rahmenbedingungen determiniert, so z.B. durch die Besonderheiten der Abrechnung (Clearing) und der Abwicklung (Settlement). Obwohl diese Parameter zur Effizienz eines Marktes beitragen können, wird im Rahmen dieser Arbeit auf ihre Diskussion verzichtet. Ihre Gestaltung ist in vielen Fällen nicht marktindividuell, sondern erfolgt landes- bzw. ländergemeinschaftsspezifisch und ist von den rechtlichen Rahmenbedingungen abhängig.

Bei der Beschreibung bestehender Handelsverfahren an russischen Börsen wird jedoch auf den Sicherheitsaspekt der Geschäftserfüllung kurz eingegangen, da dieser einen starken Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit russischer Börsen hat. Handelsprozesse lassen sich nur dann effizient gestalten, wenn ein ausreichendes Maß an Geschäftserfüllungsgarantie vorhanden ist.

¹ H. R. Stoll, 1992, S. 86 sowie H. Schmidt und A. Küster Simič, 1999a, S. 527-528.

² H. Schmidt, O. Oesterhelweg und K. Treske, 1997, S. 392.

³ Handelszeit und Handelswährung haben insbesondere vor dem Hintergrund eines weltweiten Handels zunehmende Bedeutung.

3 DER RUSSISCHE KAPITALMARKT IM ÜBERBLICK

3.1 Wiederbelebung und Entwicklung des russischen Kapitalmarktes in den neunziger Jahren

Im Vergleich zu Westeuropa haben sich in Russland erst relativ spät börsenähnliche Strukturen entwickelt. Die erste Warenbörse wurde durch Edikt von Peter dem Großen im Jahr 1703 in St. Petersburg gegründet. Einen regelrechten Börsenboom hat Russland allerdings erst um die Jahrhundertwende 1900 erlebt. Bis 1916 hatten sich in Russland 94 Börsen etabliert. Der Wertpapierhandel erlangte im Vergleich zum Warenhandel zunehmend an Bedeutung. Im Jahr 1917 kam die Entwicklung der Börsen durch den I. Weltkrieg und die kommunistische Revolution langsam zum Stillstand. Nach einer kurzweiligen rasanten Neubelebung während der Phase der s.g. „Neuen ökonomischen Politik“ Anfang der zwanziger Jahre des vorigen Jahrhunderts spielten Börsen ab 1930 während der Zeit der sowjetischen Planwirtschaft keinerlei Rolle mehr¹.

Die ersten Anzeichen für die Wiederbelebung und Entwicklung eines Wertpapiermarkts und seiner rechtlichen Regelung nach der Zeit der Planwirtschaft ergaben sich in der zweiten Hälfte der 80-er Jahre. Zu diesem Zeitpunkt begannen Unternehmen damit, verschiedene- wenn auch gelegentlich recht eigentümliche- Papiere zur Eigenfinanzierung zu emittieren². Am 15. Oktober 1988 verabschiedete der Ministerrat der UdSSR die Verordnung „Über die Emission von Wertpapieren durch Unternehmen und Organisationen“ und am 28. Dezember 1991 die Verordnung „Über die Emission und den Umlauf von Wertpapieren und über Wertpapierbörsen in der RSFSR“. Das Recht zur Wertpapierausgabe hatten nach dieser Verordnung alle Unternehmen, die entstaatlicht waren und nicht mehr aus dem Staatshaushalt finanziert wurden. Diese Verordnung verursachte einen Boom auf dem russischen Wertpapiermarkt: Bis zum Herbst 1991 entstanden mehr

¹ Zusätzliche Informationen über die Geschichte der russischen Börsen bis zum Jahr 1917 befinden sich in der Anlage 1.

² M. Aleksejew, 1992, S. 283.

als 400 Aktiengesellschaften¹. Bedingt durch das Anwachsen der Zahl der Wertpapiere begannen sich auch Wertpapierbörsen zu entwickeln. Neben Wertpapieren wurden an diesen auch Broker-Plätze an Waren- und Wertpapierbörsen gehandelt.

Die erste Börse in Russland, die sich ausschließlich mit dem Handel von Wertpapieren beschäftigte, war die Moskauer Internationale Wertpapierbörse (MIWB), die am 5. November 1990 entstand. Sie wurde von 24 Organisationen gegründet. Unter den Gründungsmitgliedern befanden sich ein Ministerium der UdSSR, zwei Ministerien der RSFSR sowie diesen Ministerien nachgeordnete Unternehmen, einige Banken und andere Organisationen². Noch in demselben Jahr wurden in Russland weitere 21 Wertpapierbörsen gegründet³. Der Umsatzanteil von Aktien war zu dieser Zeit aufgrund des überwiegenden ausserbörslichen Handels sehr gering und lag noch Anfang 1992 an der MIWB bei nur 0,3%⁴.

Erst mit dem Ende der Scheckprivatisierung im Jahre 1994 entwickelte sich ein Interesse für den Aufbau eines Sekundärmarktes für Aktien. Dieser Entwicklung stand jedoch die Zersplitterung der Börsen nachteilig⁵ entgegen. Auch die Verknüpfung der Berechtigung zur Teilnahme am Handel mit der Stellung als Aktionär einer Börse war problematisch. Beides dürfte dazu geführt haben, dass im Laufe des Jahres 1994 Broker und Dealer die Berufsvereinigung PAUFOR, später umbenannt in NAUFOR, gegründet haben. NAUFOR hat den Betrieb eines außerbörslichen elektronischen Handelssystem nach amerikanischen Vorbild (NASDAQ) übernommen. Es entstand das Russische Handelssystem RTS⁶. Vor diesem Hintergrund hat der russische Gesetzgeber nicht die Wertpapierbörsen als solche zum Anknüpfungspunkt von Regelungen gemacht, sondern "die Tätigkeit zur Organisation des Handels auf dem Wertpapiermarkt" an sich.

¹ M. Aleksejew, 1992, S. 287.

² M. Aleksejew, 1992, S. 297-298.

³ O. Bagniewski und A. Männicke, 1992, S.265.

⁴ M. Aleksejew, 1992, S.301.

⁵ Im Mai 1995 waren 64 Fondsbörsen und Wertpapierabteilungen von Warenbörsen registriert. FKCB, 1995.

⁶ Ausgangspunkt war das Handelssystem PORTAL der amerikanischen Vereinigung der Wertpapierhändler NASD. Dieses wurde dann zum russischen Handelssystem (Rossijskij Torgovj System- RTS) weiterentwickelt. RTS erhielt im Juli 1997 als erstes elektronisches Handelssystem eine (beschränkte) Lizenz der FKCB.

Nach Entstehung der RTS ist es zu weiteren Neugründungen von Wertpapierbörsen gekommen. So wurde im Februar 1997 mit Unterstützung der Wertpapieraufsichtsbehörde FKCB¹ und der Moskauer Stadtregierung die Moskauer Fondsbörse gegründet. Im März 1997 wurde der Handel mit Unternehmenswertpapieren an der Interbank Devisenbörse MICEX eröffnet². Gleichzeitig haben sich außerhalb Moskaus regionale Börsen etabliert.

Der „neue Wertpapiermarkt“ in Russland, der sich seit Anfang der 90er Jahre insbesondere im Zusammenhang mit der Privatisierung und Umwandlung der ehemals staatlichen Unternehmen in Aktiengesellschaften und dem sich stürmisch entwickelnden hochspekulativen Markt für Staatsschuldverschreibungen (GKO)³ entwickelt hatte, wurde durch die am 17. August 1998 ausgelöste Finanzkrise⁴ wieder weit zurückgeworfen. Mit dem Zusammenbruch des Wertpapiermarkts 1998 ist die im wesentlichen in den Jahren 1994 bis 1998 sehr intensiv aber auch „ungesund“ verlaufene erste Entwicklungsphase des neuen russischen Wertpapiermarktes abrupt abgebrochen worden.

3.2 Wesentliche Merkmale und Probleme des Kapitalmarktes

Seit der Finanzkrise befindet sich die Russische Föderation mit durchschnittlichen Wachstumsraten des BIP von 5 - 6 Prozent pro Jahr zum ersten Mal seit dem Systemwechsel auf einem Wachstumspfad. In den letzten 5 Jahren nahmen Kredite, Investitionen und Konsum zu. Beobachter führen dies primär auf die gestiegenen Preise für Erdöl und Erdgas zurück, aber auch auf die erreichte monetäre und fiskalische Stabilisierung⁵.

In der jüngsten Zeit wurden auch deutliche Fortschritte auf dem Weg zu einem modernen Finanz- und Börsenwesen gemacht. Die russische Regie-

¹ Vorläuferorganisation der heutigen FFMS.

² Web-Site der MICEX <http://www.micex.ru>.

³ Staatliche (dokumentlose) kurzfristige Obligation. Darüber hinaus gab es auch andere staatliche Wertpapiere wie z.B. die Obligation der föderalen Sparleihe (OGFZ) in dokumentierter (Papier-) Form. Vor dem 17. August 1998 machte der GKO- Anteil am Gesamtmarkt etwa 90% aus. Die Staatsanleihen waren damals überbewertet, was den Handel mit anderen Wertpapieren relativ unattraktiv machte.

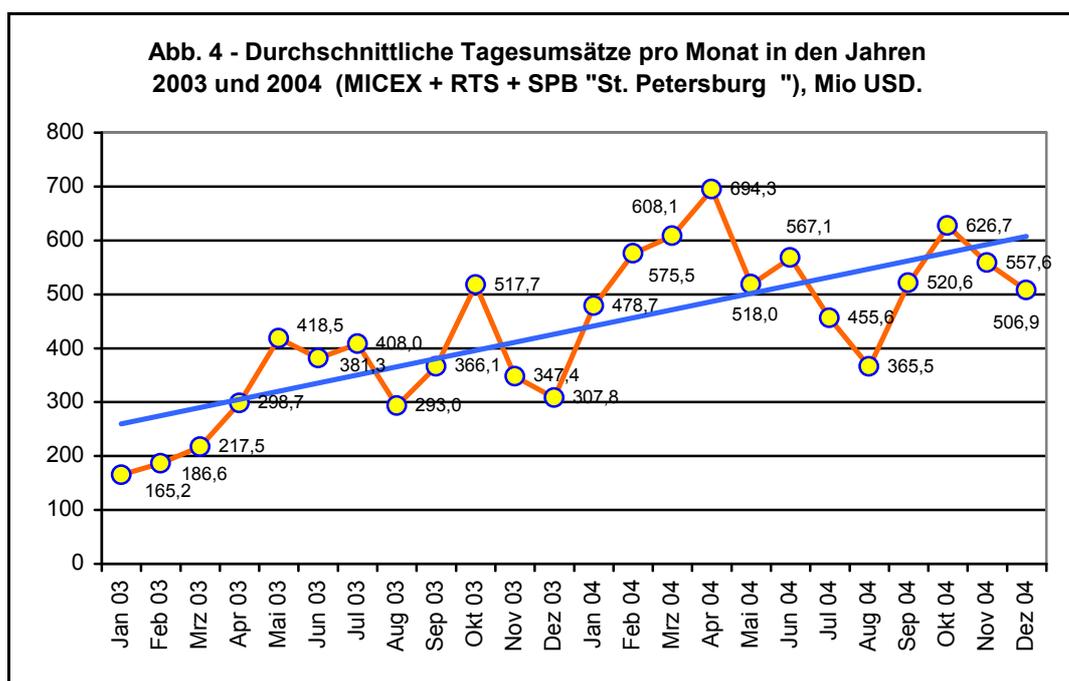
⁴ Am 17. August 1998 gab die russische Regierung die Einstellung des staatlichen Schuldendienstes bekannt. Dies hat zu einer ersten und offenen Finanz- und Bankenkrise sowie zu einem Vertrauensverlust im In- und Ausland geführt, von dem sich der russische Finanzsektor bis heute nicht ganz erholt hat.

⁵ R.H. Schmidt, A. Hackethal und V. Marinov, 2003, S. 223.

rung sowie die Unternehmen selbst haben einiges getan, um das Vertrauen der Anleger wiederzugewinnen. Zu nennen sind unter anderem die Aufnahme des „Corporate Governance Kodex“ im Jahr 2002 sowie auf Seiten der Großunternehmen eine deutlich verbesserte Publizität und die Verwendung internationaler Bilanzierungsstandards¹.

Seit der Finanzkrise 1998 haben sich die Kurse im Durchschnitt verzehnfacht. Besonders russische Rohstoffwerte waren stark nachgefragt. Die Marktkapitalisierung von Aktien in Relation zum BIP ist von 17,2 % im Jahr 2000 auf über 40% im Jahr 2004 gestiegen². Gleichzeitig hat sich das Verhältnis zwischen dem BIP und dem Marktwert der umlaufenden Industrieobligationen deutlich verbessert (siehe Anlage 2).

Auch das Handelsvolumen mit Aktien ist an den wichtigsten russischen Börsen in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen. Die hohe Dynamik verbunden mit hohen Umsatzsteigerungen wird auch anhand der *Grafik 3* deutlich:



Quelle: Strategie der Finanzmarktentwicklung in der RF für 2005-2008 (Entwurf im Rahmen des föderalen Regierungsprogramms für den Zeitraum 2005 –2008). Web-Site der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FFSM): <http://www.fcsm.ru>.

¹ Strategie der Finanzmarktentwicklung der RF, Web-Site der FFSM: <http://www.fcsm.ru>.
² Diese Zahlen sind mit Vorsicht zu genießen, weil viele mitgerechnete Aktien unliquide sind. J. Mirkin, 2002, S. 31.

Auch Investitionen durch Kapitalmärkte (Emissionen von Aktien und Schuldverschreibungen) in das Grundkapital großer und mittlerer Unternehmen haben zugenommen. Allerdings ist der Anteil von 19,6% an den Gesamtinvestitionen nicht sonderlich hoch, auch weil nur 6,6% davon an inländischen Kapitalmärkten realisiert wurden¹ (siehe Grafik in Anlage 3).

Ein positiver Trend ist im Jahr 2004 auch hinsichtlich der Anzahl und des Umsatzes von Neuemissionen zu verzeichnen. So waren die Umsätze bei Erstemissionen von Aktien an inländischen Märkten im Jahr 2004 fast 20 mal größer als im Jahr 2003² (siehe Grafik in Anlage 4).

Trotz der genannten positiven Entwicklungstrends ist der russische Kapitalmarkt noch durch viele Probleme gekennzeichnet. Einerseits haben ausländische Investoren und anderen externe Faktoren wie Energiepreise oder Entwicklungen an den Weltkapitalmärkten hohen Einfluss³. Andererseits existieren vielseitige Defizite hinsichtlich des Wertpapierangebotes sowie der Nachfrageseite, die durch die Unterentwicklung der Kapitalmarktinfrastruktur, durch einen Mangel an Rechtssicherheit, durch stark schwankende und teilweise illiquide Märkte sowie durch zahlreiche andere politische⁴ und ökonomische Unwägbarkeiten geprägt sind. Obwohl im Rahmen der vorliegenden Arbeit die Ursache- Wirkungsbeziehungen nicht vollständig erfasst werden können, soll nachfolgend auf die wichtigsten Probleme des russischen Kapitalmarktes näher eingegangen werden.

Insgesamt hat die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes keine überragende *Bedeutung für die Finanzierung russischer Unternehmen*. Investitionen werden eher traditionell mit eigenen Mitteln und durch Bankkredite sowie in letzter Zeit zunehmend durch die Ausgabe von Industrieobligationen finanziert. Wie auch in den anderen Staaten Osteuropas bleibt die Anzahl der Neuemissionen im internationalen Vergleich eher gering⁵. Neuemissionen (IPO) sind in der RF nicht ausreichend reguliert, kompliziert und teuer. Investmentbanking ist unterentwickelt⁶. Das Kapital ist in den Händen großer

¹ Strategie der Finanzmarktentwicklung der RF, Web-Site der FFSM: <http://www.fcsm.ru>.

² 2003 hat nur eine Neuemission stattgefunden. Im Jahr 2004 waren es schon fünf.

³ A. Bürger, 2002, S. 53.

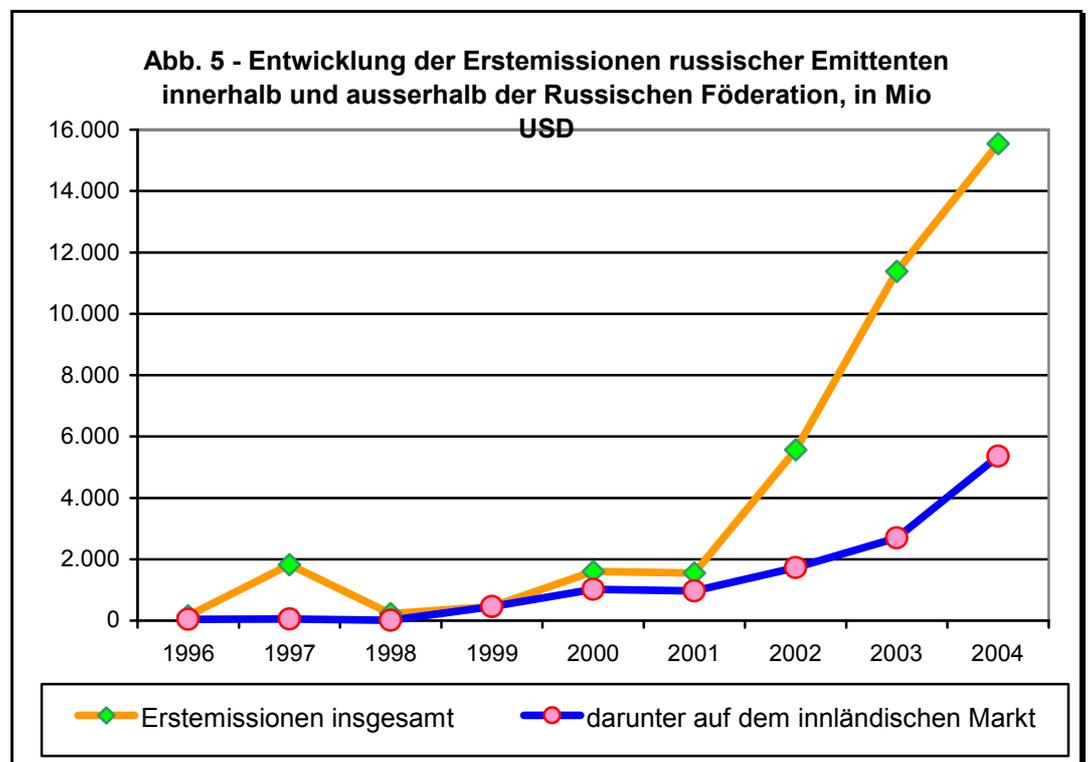
⁴ Ein typisches Beispiel ist die Reform des Energiesektors.

⁵ A. Bürger, 2002, S. 53.

⁶ Neuemissionen werden in Russland von Wertpapierhäusern begleitet, die in diesem Bereich noch sehr wenige Erfahrungen haben.

Festbesitzer (Großaktionäre)¹ konzentriert, die ihre Kontrolle durch Kapitalstreuung nicht verlieren wollen. Der Aktienanteil im freien Umlauf (free float) ist gering und liegt unterschiedlichen Schätzungen zur Folge zwischen 5 und 20%. Ein großer Teil der Aktien wird in der RF zwischen den professionellen Teilnehmern des Kapitalmarktes außerbörslich gehandelt. Nach Schätzung von Fachleuten haben solche Transaktionen einen Umfang von c.a. 35 - 40% des gesamten Umsatzes mit Aktien in der RF².

Wie die *Abbildung 5*³ deutlich macht, werden Neuemissionen zunehmend außerhalb Russlands platziert. Auf diese Weise erschließen sich russische Unternehmen zusätzliche Finanzierungsquellen.



Quelle: Strategie der Finanzmarktentwicklung in der RF für 2005-2008 (Entwurf im Rahmen des föderalen Regierungsprogramms für den Zeitraum 2005 –2008). Web-Site der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FFSM): <http://www.fcsm.ru>. Eigene Übersetzung.

¹ Der russische Kapitalmarkt kann als „stakeholder market“ charakterisiert werden. Siehe dazu J. Mirkin, 2002, S. 319.

² J. Mirkin, 2002, S. 33.

³ Strategie der Finanzmarktentwicklung der RF, Web-Site der FFSM: <http://www.fcsm.ru>.

Das allgemeine Defizit an börsennotierten Aktiengesellschaften und an Unternehmen, deren Wertpapiere eine ausreichende Liquidität aufweisen, hat zu einer sehr starken Konzentration des Handels mit Wertpapieren einiger weniger Emittenten geführt. Der Handel mit s.g. „Top-10“ Aktien („blue chips“) macht gegenwärtig in RF mehr als 90% des gesamten Handels mit Wertpapieren russischer Emittenten aus¹. Das Anlegerinteresse konzentriert sich dabei auf die Branchen, die aufgrund der homogenen Beschaffenheit ihrer Produkte am ehesten eine Bewertung zu Weltmarktpreisen rechtfertigen. Hierzu zählen gegenwärtig vor allem die Bereiche Öl, Gas, Energieversorgung und Telekommunikation². Die Diversifikationsmöglichkeiten der Anleger werden dadurch negativ beeinflusst.

Der Wertpapierhandel ist in Moskau und bei wenigen (10-15) professionellen Handelsteilnehmern konzentriert. Das macht die Kurse für Manipulationen anfälliger und erschwert die Einbeziehung der Regionen in den Wertpapierhandel³.

Die *Nachfrage nach Wertpapieren* russischer Emittenten ist innerhalb des Landes schwach. Institutionelle Anleger spielen noch keine große Rolle. Ihre Anzahl wächst jedoch Jahr für Jahr (siehe Grafiken in Anlage 5). Die Pensionsreform im Jahr 2004 hat diesen Prozess beschleunigt. Den staatlichen Pensionsfonds ist untersagt, langfristige Mittel in Wertpapiere privater Emittenten zu investieren⁴. Diese Tatsache hat einen negativen Einfluss auf das schon ohne hin geringe Vertrauen der Privatanleger in das nationale Finanzsystem. Negative Erfahrungen der Bevölkerung mit „Finanzpyramiden“ Anfang der 90-er Jahre, die Finanzkrise 1998 sowie der weit verbreitete Insiderhandel und Kursmanipulationen tragen ebenfalls dazu bei. Die gegenwärtig „im Sparstrumpf“ gehaltenen Ersparnisse der russischen Bevölkerung werden auf c.a. 70 Mrd. USD geschätzt⁵. Dieses Geld steht heute weder den Banken noch dem Wertpapiermarkt zur Verfügung. Ein wichtiger Grund für die Zurückhaltung der Bevölkerung bei Anlagen in Wertpapieren

¹ J. Mirkin, 2002, S. 31 und S. 317.

² Im Jahr 2004 entfallen acht der zehn meistgehandelten Aktien auf Unternehmen der genannten Branchen.

³ J. Mirkin, 2002, S. 24.

⁴ Strategie der Finanzmarktentwicklung der RF, Web-Site der FFSM: <http://www.fcsm.ru>.

⁵ J. Mirkin, 2002, S. 126.

besteht darüber hinaus im gegenwärtigen Steuersystem, das bei der Ermittlung der Einkommenssteuer die Saldierung der Gewinne und Verluste aus Wertpapierverkäufen natürlicher Personen nicht zulässt¹. Die geringe Nachfrage nach Wertpapieren ist auch im nach wie vor ungenügenden Schutz der Rechte von Klein- und Minderheitenaktionären zu suchen. So werden von vielen Aktiengesellschaften in Russland selbst bei sehr guten Gewinnen oft keine Dividenden gezahlt. Die Ergänzungen im Wertpapierrecht wie z.B. das Föderale Gesetz „Über den Schutz der Rechte und die gesetzlichen Interessen von Investoren auf dem Wertpapiermarkt“ vom 05.03.1999 haben die Situation nicht wesentlich geändert. Das Hauptinteresse der meisten zur Zeit aktiven Privatanleger ist daher weniger auf Dividenden, sondern mehr auf Spekulationsgewinne gerichtet.

Ausländische Anleger haben ein großes Interesse an Kapitalanlagen in russischen Aktien². Allerdings erwarten sie Standards, die denen der westlichen Kapitalmärkte adäquat sind, d.h. sichere und effiziente Abwicklung, Transparenz der Unternehmen und funktionierende Märkte³.

Das russische Börsenwesen ist insbesondere durch eine Unterentwicklung der *Zahlungs- und Abwicklungssysteme* gekennzeichnet. Einige Besonderheiten des Clearings und Settlements werden in den Abschnitten 4.1.3, 4.1.4 sowie 4.1.2.3 und 4.2.2.3 näher beschrieben. Weiterhin bestehen Rechtsunsicherheiten in Bezug auf die Eigentumsrechte an Wertpapieren. Die dadurch entstehenden zusätzliche Transaktionsrisikokosten, darunter insbesondere Erfüllungsrisikokosten, schwächen die Wettbewerbsfähigkeit der russischen Börsen erheblich.

Insbesondere aufgrund des nicht ausreichenden *finanziellen Zustandes der meisten russischen Handelsteilnehmer* ist ein zuverlässiges Abrechnungs- und Abwicklungssystem wichtig. Über die längst notwendigen Veränderungen in diesem Bereich und die Organisation eines *Zentralen Depositors* wird unter Fachleuten in Russland schon lange diskutiert⁴. Voraussetzung dafür sind jedoch nicht nur Änderungen im Wertpapierrecht (insbesondere

¹ V. Durjagin, 2005, S. 16.

² Vor allem institutionelle Anleger wie Investmentfonds (z.B. Osteuropa-Fonds) und Hedge-Fonds investieren in Wertpapiere russischer Unternehmen.

³ A. Bürger, 2002.

⁴ J. Morjakov, 2005, S. 74.

eine Novellierung des föderalen Gesetzes „Über den Zentraldepositor“), sondern auch die Zustimmung der Besitzer der existierenden Clearing- und Settlementssysteme, also der wichtigsten Börsen.

Das russische Wertpapierrecht bedarf ebenso einer weiteren Anpassung an internationale Standards. So sind u.a. Probleme des *Insiderhandels* nicht ausreichend erfasst. Die dazu im föderalen Gesetz „Über den Wertpapiermarkt“ (WpmG) enthaltenen Vorschriften sind unpräzise¹. Verantwortung und Haftung im Falle von Insiderhandel oder Kursmanipulationen sind nur unzureichend reguliert und kommen in der Börsenpraxis regelmäßig ohne größere Rechtsfolgen für die Beteiligten vor. Fachleute erwarten u.a. deshalb in Kürze die Verabschiedung eines Gesetzes „Über Insiderinformationen und Marktmanipulationen in der Russischen Föderation“². Auch die aktuellen rechtlichen Grundlagen in Bezug auf *Neuemissionen* entsprechen nicht den internationalen Standards und machen den Börsengang für die russischen Emittenten sehr kompliziert und vor allem teuer. Nicht zuletzt fehlen gesetzliche Grundlagen für den *Wertpapierterminhandel*. Dadurch wird die Absicherung gegen Risiken (Hedging) erschwert und die Marktteilnehmer werden in ihren Handelsstrategien begrenzt. Eine *Unternehmensübernahme* durch den Kapitalmarkt ist in Russland ebenfalls nicht in Anlehnung an internationale Normen geregelt.

Vor dem Hintergrund der genannten Probleme können die russischen Börsen im internationalen Wettbewerb kaum mithalten. Die ohnehin nicht ausreichende Liquidität russischer Aktien wird durch die Verlagerung des Handels an ausländische Börsen geschwächt. Der Handel mit ADR und GDR³ auf russische Aktien an der LSE, der NYSE sowie an der Frankfurter Börse ist für ausländische Anleger immer attraktiver geworden. In den letzten zwei Jahren hat sich dieser Trend dramatisch beschleunigt. Ungefähr 75% des gesamten Handelsumsatzes mit Wertpapieren russischer Emittenten werden zur Zeit außerhalb der RF realisiert (*siehe Abbildung 1*).

¹ WpmG, Kapitel 8, Abschnitt 4.

² A. Sviridova, 2005, S. 18 und Finanzmarktentwicklungsstrategie der Russische Föderation.

³ ARD (American Depositary Receipts) und GDR (Global Depositary Receipts) sind Hinterlegungszertifikate bei der Bank of New York. Sie sind auf USD denominiert und die Abwicklung erfolgt nach internationalen Standards. Sie werden für ein Listing im Ausland genutzt, um Kapitalplatzierungen an ausländischen Börsen zu ermöglichen.

3.3 Grundzüge der Börsenregulierung

Für die Regelung des Wertpapiermarktes sind das russische Zivilgesetzbuch, das föderale Aktiengesetz, Regelungen der Zentralbank, Regierungsverordnungen, Präsidentenerlasse und Verordnungen des Finanzministeriums von Bedeutung. Das Föderale Gesetz „Über den Wertpapiermarkt“ (WpmG) ist die wesentliche rechtliche Grundlage für den russischen Kapitalmarkt und enthält allgemeine Definitionen und Bestimmungen (Abschnitt 1) sowie Regelungen zur Tätigkeit s.g. „berufsmäßiger Teilnehmer am Wertpapiermarkt“ (Abschnitt 2), zu Emission und Umlauf von Wertpapieren (Abschnitt 3), zur Informationsoffenlegung (Abschnitt 4) und zur Regulierung des Wertpapiermarktes (Abschnitt 5). Von besonderem Interesse für diese Arbeit dürfte das WpmG durch die Regelungen zur Tätigkeit der professionellen Marktteilnehmer und durch die Regelungen zur Tätigkeit von Effektenbörsen (Artikel 11, 12, 13, 14, 15) und anderen Organisatoren des Handels (Artikel 9) auf dem Wertpapiermarkt sein.

Wesentliche Eckpunkte der *staatlichen Regulierung* des Wertpapiermarkts gemäß WpmG sind:

- die Festlegung verbindlicher Anforderungen an die Tätigkeit der Emittenten sowie der berufsmäßigen Teilnehmer des Wertpapiermarktes;
- die Registrierung der Emissionen und Emissionsprospekte sowie die Kontrolle über die Befolgung der damit verbundenen Vorschriften und Verpflichtungen der Emittenten;
- die Lizenzierung der Tätigkeit der berufsmäßigen Teilnehmer des Wertpapiermarkts;
- die Schaffung eines Systems zum Schutz der Rechte der Besitzer und zur Kontrolle über die Achtung ihrer Rechte durch die Emittenten und berufsmäßigen Teilnehmer des Wertpapiermarkts;
- das Verbot, unternehmerische Tätigkeit auf dem Wertpapiermarkt ohne eine entsprechende Lizenz ausüben¹.

¹ Artikel 38 des WpmG.

Für die administrative Umsetzung der o.g. staatlichen Regulierung ist der Föderale Dienst für Finanzmärkte (FFMS) (Finanzmarktaufsichtsbehörde)¹ zuständig.

Das WpmG lässt darüber hinaus Spielräume für untergesetzliche Regelungen durch die FFMS für zahlreiche Teilbereiche zu. Insbesondere die *Verordnung der FFMS „Über die Tätigkeit zur Handelsorganisation auf dem Wertpapiermarkt“* vom 30.12.2004² ist für die Untersuchung der Grund- und Mikrostrukturen der russischen Börsen relevant. Neben allgemeinen Bestimmungen über die Effektenbörse und ihre Organe regelt die Verordnung die Teilnahme am Börsenhandel. Weiterhin ist die Rolle der Marketmaker festgelegt. Auch die Voraussetzungen für die Aufnahme von Wertpapieren zum Börsenhandel, unter anderem die Zulassung in die Börsenhandelslisten³, werden geregelt. Die Verordnung enthält außerdem Anforderungen für die Einbeziehung von Wertpapieren zum Handel ohne Listing⁴. Der Ablauf des Handels sowie Verfahren gegen Kursausschläge sind ebenfalls durch die vorgenannte Verordnung geregelt.

Grundsätzlich kennt das russische Wertpapiermarktrecht keinen Börsenzwang und keine Notwendigkeit, Wertpapiertransaktionen durch andere zugelassene Organisatoren des Wertpapierhandels auszuführen. Neben der Möglichkeit explizite Transaktionskosten einzusparen, ist die nicht gewünschte Transparenz, insbesondere bei der Platzierung von Großaufträgen, als Motiv für den außerbörslichen Aktienhandel zu nennen. Ziel der Börsen ist es jedoch, zumindest einen Teil des außerbörslichen Aktienhandels an die Börsen zurückzuholen. Vor diesem Hintergrund ist auch die Verpflichtung gemäß der o.g. Verordnung zu sehen, Direktgeschäfte zwischen zugelassenen Handelsteilnehmern innerhalb von 21 Tagen nach Geschäftserfüllung bei der jeweiligen Börse anzuzeigen⁵.

¹ Federal Financial Market Service (FFMS) – Hat den Status einer föderalen Finanzaufsichtsbehörde, entstanden im Rahmen der föderalen Verwaltungsreform im Mai 2004 auf der Grundlage der ehemaligen föderalen Kommission für Wertpapiere (FKCB). Die FFMS ist nicht zuständig für Kreditorganisationen. Diese werden durch die Zentralbank beaufsichtigt.

² Zuletzt geändert im Juni 2005.

³ Ähnlich mit der amtlichen Notierung nach deutschem Börsenrecht.

⁴ Ähnlich mit dem „geregelten Markt“ in Deutschland.

⁵ Diese Regelung wurde erstmalig mit der Verordnung der FFMS vom 30.12.2004 eingeführt.

Berufsmäßige Teilnehmer des Wertpapiermarktes sind laut WpmG juristische Personen¹, darunter Kreditorganisationen, die als Unternehmen registriert sind und folgende Tätigkeiten ausüben:

- *Brokertätigkeit* - Abschluss von Wertpapiergeschäften als Bevollmächtigter oder Kommissionär,
- *Dealertätigkeit* - Abschluss von Kaufverträgen über Wertpapiere im eigenen Namen und auf eigene Rechnung,
- *Wertpapierverwaltung* - treuhänderische Verwaltung von Wertpapieren im eigenen Namen im Interesse des Treugebers,
- *Clearing* - Bestimmung wechselseitiger Verbindlichkeiten,
- *Depositartätigkeit* - Verwahrung von Wertpapierurkunden und/ oder die Registrierung oder die Übertragung von Rechten an Wertpapieren²,
- *Führung eines Registers* von Wertpapierbesitzern³ sowie
- *Organisation des Handels* auf dem Wertpapiermarkt⁴.

Alle Arten der genannten Tätigkeiten werden auf Grundlage einer entsprechenden Lizenz ausgeübt, die durch die FFMS oder durch von ihr bevollmächtigte Organe auf Grundlage einer Generallizenz erteilt wird. Viele Marktteilnehmer üben die zwei zuerst genannten Tätigkeiten gleichzeitig aus. Dabei sind Geschäfte im Auftrag von Kunden immer vorrangig vor Dealer-Transaktionen.

Kreditorganisationen erhalten eine Lizenz der FFMS als berufsmäßige Teilnehmer auf dem Wertpapiermarkt, sofern sie über eine gültige Lizenz der Zentralbank der RF für Banktätigkeit verfügen.

Der *Organisator des Handels* auf dem Wertpapiermarkt ist also eine juristische Person (berufsmäßiger Teilnehmer) mit entsprechender Lizenz. Als

¹ Abschnitt 1, Artikel 2 des WpmG.

² Die Anzahl der Depositaren in der RF ist von 513 im Jahr 2000 auf 737 im Jahr 2004 gestiegen. Quelle: Web-Site der FFMS: www.fcsm.ru.

³ Die Anzahl der Registratoren in der RF ist von 118 im Jahr 2000 auf 79 im Jahr 2004 gesunken, was auf eine Konzentration dieser Tätigkeit hindeutet. Quelle: Web-Site der FFMS: www.fcsm.ru.

⁴ Abschnitt 2 des WpmG.

Tätigkeit zur Organisation des Handels wird das Angebot von Dienstleistungen angesehen, die unmittelbar zum Abschluss zivilrechtlicher Wertpapiergeschäfte zwischen den Teilnehmern des Wertpapiermarkts beitragen¹.

Als *Effektenbörse* gilt nur ein Organisator des Handels auf dem Wertpapiermarkt, der ausschließlich die Tätigkeit zur Organisation des Handels ausübt. Ausnahmen sind die Devisenbörsen- und Warenbörsentätigkeit, die Bestimmung gegenseitiger Verpflichtungen², die Informations- und Verlags-tätigkeit sowie die Vermietung und Verpachtung von eigenem Vermögen³.

Eine Effektenbörse kann in Form einer nichtkommerziellen Partnerschaft oder als Aktiengesellschaft gegründet werden. Bei Aktiengesellschaften darf jeder Aktionär (zusammen mit den affilierten Personen) nicht mehr als 20% der Aktien einer Gattung besitzen. Eine Effektenbörse in Form einer nichtkommerziellen Partnerschaft organisiert nur den Handel zwischen den Mitgliedern der Börse. Es handelt sich praktisch um den Zusammenschluss von einzelnen Marktteilnehmern in Form eines Berufsverbandes. Dabei darf ein Mitglied nicht mehr als 20% der Stimmen in der Hauptversammlung erhalten. Mitglied einer nichtkommerziellen Partnerschaft „Effektenbörse“ kann jeder berufsmäßige Teilnehmer des Wertpapiermarkts sein, der eine der oben genannten Tätigkeiten ausübt⁴.

Für beide Formen (Organisator des Handels und Effektenbörse) gleichermaßen besteht die Pflicht, u.a. Regeln zur Handelsteilnehmerzulassung (darunter zur Stellung der Marketmaker), zum Handelsablauf und zum Mechanismus der Preisfeststellung sowie zu Wertpapieraufnahmekriterien, darunter Listing (nur bei Effektenbörsen), zu erlassen. Diese internen Vorschriften unterliegen der Kontrolle der FFMS im Rahmen der Lizenzierung und müssen zusammen mit den Listen der notierten Wertpapiere sowie den Handelslisten der Effektenbörsen bei der Aufsichtsbehörde registriert werden⁵.

¹ Abschnitt 2, Artikel 9 des WpmG.

² Devisenhandel, Warenhandel sowie Clearing sind dabei nur in speziell dafür organisierten Struktureinheiten möglich.

³ Abschnitt 2, Artikel 11 des WpmG.

⁴ Artikel 11 des WpmG.

⁵ §2 der Verordnung der FFMS vom 30.12.2004.

Die *Handelsteilnehmer* können Broker, Dealer oder Wertpapierverwalter sein. Sie benötigen eine Zulassung des Organisations. Andere Marktteilnehmer können ihre Wertpapiergeschäfte nur durch die vom Handelsorganisations zugelassenen Broker ausüben. Eine Effektenbörse in Form einer nichtkommerziellen Partnerschaft organisiert nur den Handel zwischen den Brokern, Dealern und Verwaltern, die Mitglieder der Börse sind¹.

Das Recht, Aufträge in das Handelssystem einzugeben und Wertpapiertransaktionen durchzuführen, haben offizielle *Vertreter* (Händler) der zum Handel zugelassenen Handelsteilnehmer. Händler sind natürliche Personen, die bei den jeweiligen Handelsteilnehmern angestellt sind und die den Qualifikationsanforderungen der FFMS entsprechen².

Die FFMS regelt auch die Tätigkeit der *Marketmaker*. Gemäß Verordnung vom 30.12.2004 der Aufsichtsbehörde sind Verträge zwischen der Börse und einem Marketmaker innerhalb von 3 Arbeitstagen bei der FFMS anzuzeigen. Dabei sind alle vereinbarten Vertragsbedingungen offen zu legen. Marketmaker dürfen Wertpapiergeschäfte gemäß der genannten Verordnung nur im eigenen Namen und auf eigene Rechnung vornehmen.

Zum Börsenumlauf werden gegenwärtig Wertpapiere inländischer Emittenten aufgenommen, die das vorgesehene Verfahren der Emission gemäß WpmG durchlaufen haben. Voraussetzung ist weiterhin die Aufnahme in das Verzeichnis der notierten Werte in Übereinstimmung mit der Verordnung der FFMS vom 30.12.2004 und den börseninternen Unterlagen. Wertpapiere, die nicht in das Verzeichnis der notierten Werte aufgenommen worden sind, können trotzdem Gegenstand von anderen Börsendienstleistungen sein. Die Art und Weise solcher Leistungen (z.B. Informationsbereitstellung) wird in der jeweiligen Börsenhandelsordnung geregelt.

Die Aufnahme von Finanztiteln in das Verzeichnis der notierten Werte kann durch Zulassung in Börsenhandelslisten oder durch Einbeziehung³ zum Handel erfolgen⁴ (vgl. Abb. 6). Ausschließlich die Effektenbörse hat das Recht zur Zulassung von Wertpapieren in Handelslisten. Es wird zwischen

¹ Artikel 12 des WpmG.

² Punkt 3.2 der Verordnung der FFMS vom 30.12.2004.

³ Die Aufnahme von Wertpapieren in das Verzeichnis notierter Werte ohne Listing ist mit der Einbeziehung von Finanztiteln im Freiverkehr in Deutschland vergleichbar.

⁴ Artikel 14 des WpmG sowie Punkt 4.2 der Verordnung der FFMS vom 30.12.2004.

der Zulassung in die Handelsliste „A“ (erster und zweiter Kategorie) und in die Handelsliste „B“¹ unterschieden. In die Handelslisten der Börse können nur Wertpapiere zugelassen werden, die den für jeden Handelslistentyp speziell vorgesehenen Anforderungen gemäß Verordnung „Über die Tätigkeit zur Handelsorganisation auf dem Wertpapiermarkt“ mindestens entsprechen². Je nach Handelslistentyp werden bestimmte Ansprüche an die Qualität der Emittenten und deren Wertpapiere gestellt. Die höchsten Anforderungen hinsichtlich des Anlegerschutzes und der Publizität gelten für Titel der Liste A, Kategorie 1. Geringere Anforderungen werden an Titel und Emittenten der Kategorie 2 der Liste A und der Liste B gestellt³. Aus Vereinfachungsgründen wird an dieser Stelle nicht näher auf die einzelnen Kriterien eingegangen.

Die Einbeziehung ohne Zulassung in die Handelslisten kann vom Emittent aber auch von einem Handelsteilnehmer beantragt werden.

¹ Die Zulassung in der Handelsliste „A“ ist mit der amtlichen Notierung in Deutschland vergleichbar. Die Zulassung in der Handelsliste „B“ ähnelt der Zulassung zum Geregelten Markt.

² Artikel 14 des WpmG sowie § 4 der Verordnung der FFMS vom 30.13.2004.

³ Bis Anfang 2005 wurden Wertpapiere der 97 russischen Emittenten in Börsenhandelslisten zugelassen (darunter 51 in der Handelsliste „A“). Zum Vergleich: Noch vor 3 Jahren haben die Handelslisten russischer Börsen nur Titel von 40 Unternehmen enthalten. Quelle: Finanzmarktentwicklungsstrategie der RF

Die folgende Grafik fasst alle Wertpapierzulassungssegmente nach russischem Kapitalmarktrecht zusammen.

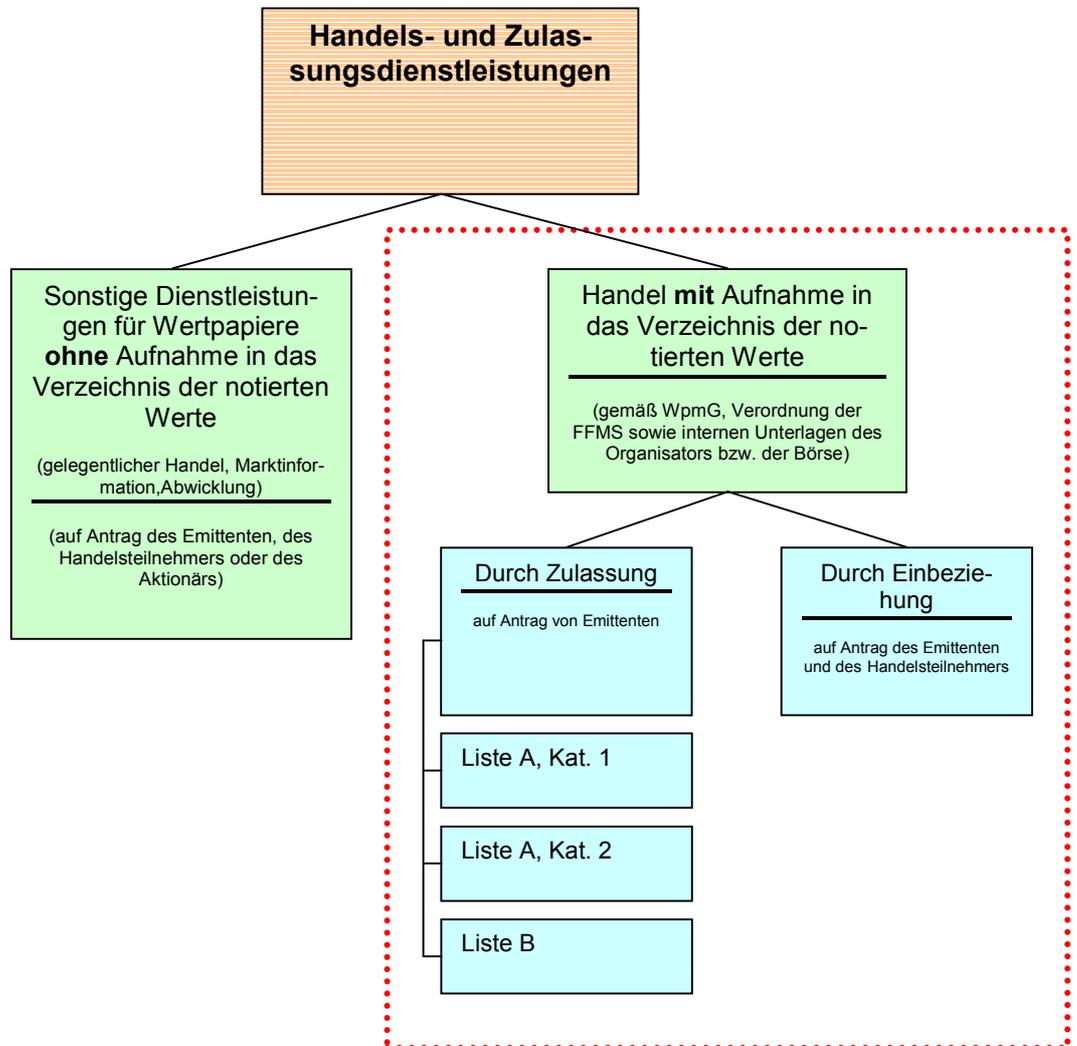


Abb. 6 – Zulassungssegmente nach russischem Kapitalmarktrecht

Quelle: eigene Darstellung.

Die Zulassung in die Handelsliste einer Börse hat für die Emittenten folgende Vorteile:

- nur gelistete Wertpapiere können auch an ausländischen Börsen notiert werden (WpmG, Abschnitt 3, Artikel 16);
- nur mit gelisteten Titeln ist der Terminhandel erlaubt (Verordnung der FFMS vom 30.12.2004, Punkt 6.2);
- private Anleger dürfen bei ihren Brokern Shortpositionen nur beim Handel mit Wertpapieren aus der Handelsliste „A“, Kategorie 1 aufmachen¹;
- manche inländische institutionelle Anleger, z.B. nichtstaatliche Rentenfonds, dürfen nur in gelistete Wertpapiere investieren;
- Erhöhung der Reputation und des Vertrauens unter inländischen und ausländischen Anlegern und dadurch Verbesserung der Anlageattraktivität.

Die FFMS reguliert in ihrer Verordnung auch die *Verfahren gegen Kursaus-schläge*². So sind alle zugelassenen Organisatoren des Wertpapierhandels, darunter Effektenbörsen, verpflichtet, den Wertpapierhandel für mindestens eine Stunde zu unterbrechen, falls:

- sich der technische Index der Eröffnung um mehr als 12% vom technischen Index der Schließung des Vorhandelstages unterscheidet oder
- sich der laufende technische Index um mehr als 8% vom technischen Index der Eröffnung des Handelstages unterscheidet.

Der Organisator des Handels muss den Handel mindestens bis zum Ende des nächsten Handelstages unterbrechen, falls:

- sich der technische Index der Eröffnung um mehr als 15% vom technischen Index der Schließung des Vorhandelstages unterscheidet oder
- sich der laufende technische Index um mehr als 10% vom technischen Index der Eröffnung des Handelstages unterscheidet.

¹ Artikel 3, Abschnitt 2 des WpmG.

² Abschnitte 5.8 - 5.14 der Verordnung der FFMS vom 30.12.2004.

Eine Effektenbörse muss den Handel mit einem Wertpapier bestimmter Gattung (oder einer Gruppe von Wertpapieren) aus der Handelsliste „A“ für mindestens eine Stunde unterbrechen, falls:

- sich der gewichtete Durchschnittskurs aller Abschlüsse eines Wertpapiers innerhalb der ersten Stunde des Handels (weiter Eröffnungskurs) um mehr als um 15% vom gewichteten Durchschnittskurs aller Abschlüsse innerhalb der letzten Stunde des Handels am Vorhandelstag (weiter Schlusskurs) unterscheidet oder
- sich der gewichtete Durchschnittskurs aller Abschlüsse eines Wertpapiers innerhalb einer Stunde des Handels unmittelbar vor dem Berechnungszeitpunkt (weiter laufender Kurs) um mehr als 10% vom letzten Eröffnungskurs unterscheidet¹.

Der laufende Kurs eines Wertpapiers wird von der Börse alle fünfzehn Minuten im Verlaufe eines Handelstages berechnet. Als Schlusskurs dient der letzte laufende Kurs eines Wertpapiers, falls innerhalb der letzter Stunde des Handels nicht mit diesem Wertpapier gehandelt wurde. Falls innerhalb der erster Stunde eines Handelstages keine Geschäfte in einem Wertpapier abgeschlossen wurden, gilt als Eröffnungskurs der Schlusskurs des Vortages. Falls eine Stunde vor Berechnung des laufenden Kurses keine Abschlüsse mit diesem Titel stattgefunden haben, wird der letzte laufende Kurs zugrunde gelegt. Falls innerhalb eines Handelstages keine Transaktionen mit einem Wertpapier durchgeführt wurden, gilt der Eröffnungskurs des Titels als laufender Kurs.

Effektenbörsen sind verpflichtet, den Handel mit einem Wertpapier einer bestimmten Gattung (oder mit einer Gruppe von Wertpapieren) aus der Handelsliste „A“ mindestens bis zum Ende des nächsten Handelstages zu unterbrechen, falls:

- sich der Eröffnungskurs um mehr als 25% vom letzten Schlusskurs des Wertpapiers unterscheidet oder

¹ Auf eine detaillierte Erklärung über Verrechnungsmethoden des technischen Indexes sowie des laufenden Preises wird in dieser Arbeit aus Vereinfachungsgründen verzichtet. Informationen darüber sind in Punkt 5.13 der Verordnung der FFMS vom 30.12.04 und in speziellen methodischen Vorschriften der FFMS zu finden.

- sich der laufende Kurs um mehr als 15% vom letzten Eröffnungskurs unterscheidet.

Sofort nach Handelsunterbrechungen ist der Organisator des Wertpapierhandels sowie die Effektenbörse verpflichtet, die Aufsichtsbehörde zu informieren. Bei Volatilitätsunterbrechungen des Handels mit einem Titel der Handelsliste „A“, kann der Handel mit diesem Wertpapier nach Entscheidung der FFMS auch bei allen anderen zugelassenen Organisatoren gleichzeitig unterbrochen werden.

Die Organisatoren des Wertpapierhandels, darunter auch die Effektenbörsen, können zusätzliche Bedingungen für Handelsunterbrechungen in ihren internen Unterlagen festlegen.

3.4 Die russischen Effektenbörsen im Überblick

Der russische Kapitalmarkt konzentriert sich sehr stark auf die Hauptstadt Moskau. Hier werden heute ca. 90% aller Wertpapiergeschäfte abgewickelt. Mehr als die Hälfte aller professionellen Teilnehmer des Wertpapiermarktes sind in der Hauptstadt registriert. So haben in Moskau 760 von 1.409 lizenzierten Brokern, 754 von 1.454 lizenzierten Dealern und 601 von 1.017 lizenzierten Wertpapierverwaltern sowie 4 von 5 Effektenbörsen ihren Hauptsitz¹.

Zurzeit haben folgende Effektenbörsen eine entsprechende Lizenz der Aufsichtsbehörde FFMS:

1. Geschlossene Aktiengesellschaft² „Wertpapierbörse Moskauer Interbank Devisenbörse“ (im weiteren gAG „MICEX“ genannt, MICEX steht für die englische Bezeichnung „Moscow Interbank Currency Exchange“);

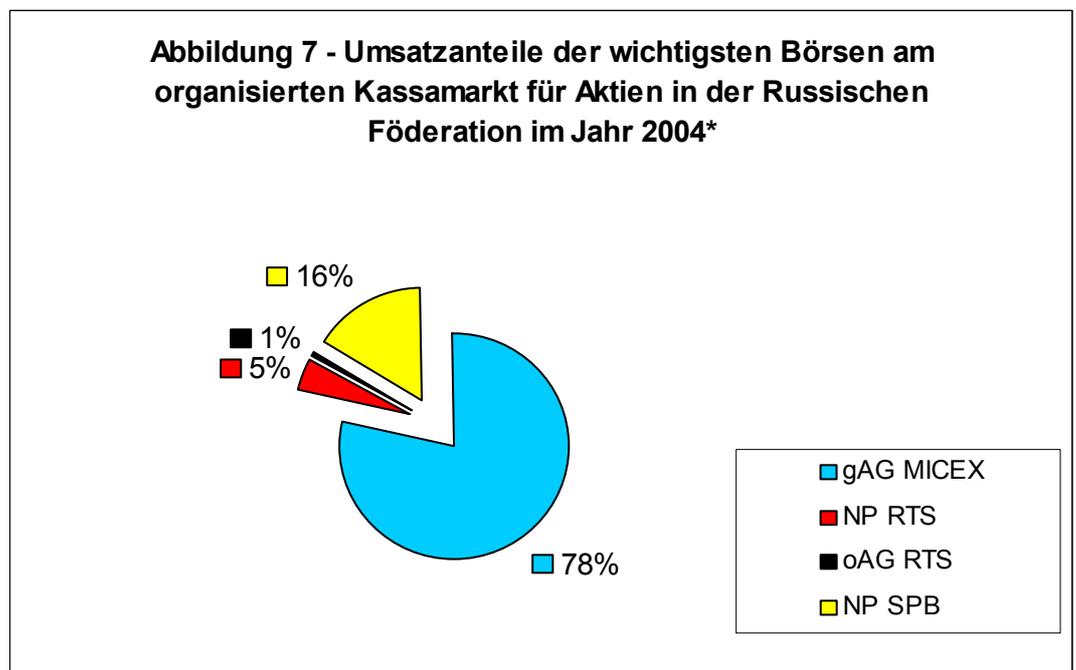
¹ Viele Broker, Dealer und Wertpapierverwalter haben gleichzeitig Lizenzen für zwei oder drei Tätigkeitsarten Quelle: WEB- Site der FFMS: <http://www.fcsm.ru>.

² Nach russischem Recht gibt es zwei Typen von Aktiengesellschaften, die geschlossene und die offene AG. Bei geschlossenen AG ist der Kreis der Aktionäre durch das Statut bestimmt. Der Verkauf von Aktien außerhalb des festgelegten Aktionärskreises bedarf der Zustimmung aller Aktionäre. Bei offenen AG können Aktien frei am Markt platziert werden.

2. Nichtkommerzielle Partnerschaft „Wertpapierbörse Russisches Handelssystem“ (im weiteren NP „RTS“ genannt, RTS steht für die englische Bezeichnung „Russian Trade System“)¹;
3. Offene Aktiengesellschaft „Wertpapierbörse Russisches Handelssystem“ (im weiteren oAG „RTS“ genannt);
4. Nichtkommerzielle Partnerschaft „Wertpapierbörse Sankt-Petersburg“ (NP „SPB“) und die
5. Nichtkommerzielle Partnerschaft „Moskauer Wertpapierbörse“ (NP „MWPB“).

Eine graphische Übersicht (Abb. 8) über alle Effektenbörsen und Organisatoren des Handels befindet sich am Ende dieses Kapitels.

Die folgende *Abbildung 7* macht die Umsatzanteile der einzelnen Effektenbörsen im Jahr 2004 deutlich.



*ohne NP „Moskauer Wertpapierbörse“

Quelle: Web-Site der jeweiligen Börsen², eigene Darstellung.

¹ Die NP „RTS“ ist die einzige Effektenbörse, die gleichzeitig auch als Organisator des Wertpapierhandels lizenziert ist.

² Web-Site der gAG „MICEX“ <http://www.micex.ru>; der NP „RTS“ <http://www.rts.ru> und der oAG „RTS“ <http://www.oaorts.ru>.

Die wichtigste Wertpapierbörse ist die gAG „MICEX“. Sie wurde von der Devisenbörse gAG „MICEX“ und den größten Banken der RF¹, die gleichzeitig wichtigste Teilnehmer des Wertpapierhandels sind, Ende 2003 gegründet². Am 11.01.2005 übernahm sie vollständig den Wertpapierhandel der Effektenabteilung der Devisenbörse MICEX³. Die gAG „MICEX“ ist ein Hauptorganisator des Handels mit festverzinslichen Wertpapieren in Russland⁴ und auch ein absoluter Leader im Aktienhandel. Über MICEX werden heute ca. 80% des gesamten Umsatzes des organisierten Kassamarktes der RF in Aktien abgewickelt. Täglich werden hier Aktien von ca. 100 Emittenten mit einer Gesamtkapitalisierung von über 160 Mrd. USD gehandelt⁵. Die einzigartige Marktstellung ist unter anderem durch den Universalcharakter der von der MICEX Gruppe⁶ in vielen Segmenten des Finanzmarktes angebotenen Dienstleistungen begründet. Dazu gehört auch der an der Devisenbörse gAG „MICEX“ organisierte Devisen- und Staatsanleihenhandel sowie der Handel mit Devisenderivaten. An der Effektenbörse MICEX sind zur Zeit ca. 530 Handelsteilnehmer zugelassen, die mehr als 100.000 Anleger bedienen⁷. Gegenwärtig sind 125 Aktien zum Handel an der gAG „MICEX“ aufgenommen. Darunter befinden sich 53 gelistete Titel⁸. Im Abschnitt 4.1. wird näher auf die Grund- und Mikrostruktur der MICEX eingegangen.

¹ gAG International Bank of Moscow (Außenwirtschaftsbank der UdSSR, oAG Außenhandelsbank, Sberbank, oAG EUROFINANZ Volksbank Moskau).

² Web-Site der gAG „MICEX“ <http://www.micex.ru>.

³ Die genannte Reorganisationsmaßnahme wurde durch Veränderungen des WpmG vom 28.12.2002 veranlasst, die den Besitz an Aktienanteilen der Effektenbörse auf maximal 20% pro Aktionär begrenzen. Erläuterungen dafür sind in Abschnitt 3.3 dieser Arbeit zu finden.

⁴ Der Hauptkonkurrent der MICEX beim Handel mit festverzinslichen Wertpapieren ist die gAG „Devisenbörse Sankt Petersburg“, die als Organisator des Handels auf dem Wertpapiermarkt lizenziert ist. Dort werden vor allem die Anleihen der Süd-West-Region der RF und der Stadt Sankt Petersburg gehandelt. Web-Site der Börse. <http://micex.ru>.

⁵ Web-Site der gAG „MICEX“ <http://www.micex.ru>, Stand vom 14.09.05.

⁶ Zur MICEX Gruppe gehören außer der gAG „Wertpapierbörse MICEX“ noch die Devisenbörse gAG MICEX, das nationale Depositarzentrum, die Abrechnungskammer MICEX, die nationale Warenbörse, die Informationsagentur „I-Stock“ und einige Regionale Devisenbörsen.

⁷ A. Rybnikov, 2005a, S. 3.

⁸ Liste gehandelter Instrumente: Web-Site der Börse <http://micex.ru>. Stand vom 14.09.05.

Ein Großteil des Wertpapierhandels wird über die Börsen des Russischen Handelssystems *RTS - Gruppe* abgewickelt. Die RTS Gruppe vereinigt die NP „RTS“, die oAG „RTS“ sowie die NP „Sankt Petersburg“¹.

Die NP „Sankt Petersburg“² macht ihre Umsätze fast ausschließlich mit den Aktien des Energiemonopolisten „GasProm“. Ihre besondere Stellung³ bei diesem attraktiven Geschäft ist durch politische Entscheidungen begründet. Besonders an diesem Beispiel wird unter anderem deutlich, dass in Russland kein fairer Wettbewerb am Kapitalmarkt herrscht.

Die NP „RTS“ wurde Anfang 1997 von den größten Broker- und Dealerhäusern gegründet, um den damals überwiegend außerbörslich organisierten Aktienhandel effizienter und gleichzeitig transparenter zu machen. Bereits ab Mitte 1995 existierte die RTS als Informationssystem. Die Hauptzielgruppe der NP „RTS“ sind nach wie vor ausländische institutionelle Anleger. Der Marktanteil der NP „RTS“ hat in den letzten Jahren stark abgenommen. Gegenwärtig werden hier nur 5% aller Umsätze des organisierten Aktienhandels gemacht. Im Jahr 1999 waren es noch 40%⁴. Die Bedeutung der NP „RTS“ für den russischen Kapitalmarkt ist allerdings nicht zu unterschätzen. Die Partnerschaft ist immer noch eine wichtige Handelsplattform. Die Teilnahme am Aktienhandel der NP „RTS“, die unter Fachleuten in Russland oft auch als „klassischer Markt“ bezeichnet wird, ist nach wie vor sehr prestigeträchtig. Gegenwärtig sind mehr als 150 professionelle Handelsteilnehmer zugelassen⁵. An der NP „RTS“ sind zurzeit 305 Aktien von insgesamt 208 Emittenten notiert. Darunter sind 25 Titel in den Handelslisten „A“ (beider Kategorien) und 34 Titel in der Handelsliste „B“ zugelassen⁶. Die Strukturen des „klassischen“ Marktes werden im Abschnitt 4.2.1. erläutert.

¹ Zur RTS Gruppe gehören weiterhin: die gAG „Clearing Center RTS“, die Abrechnungskammer RTS, die Informationsagentur gAG „Skrin“ sowie die GMBH „Indexagentur RTS“.

² Die NP „Sankt Petersburg“ verfügt über eine- bis auf die Vorzarenzeit zurückgehende – lange Tradition (siehe Anlage 1).

³ GasProm Aktien sind nur an 2 Effektenbörsen gelistet: an der NP „Sankt Petersburg“ und an der NP „Moskauer Wertpapierbörse“. Der Zugang zum Handel an der WPB „Sankt- Petersburg“ ist seit April 2002 auch für Handelsteilnehmer der NP „RTS“ möglich, da die NP „RTS“ (zusammen mit der GasPromBank) Mitglied in der NP „Sankt-Petersburg“ geworden ist.

⁴ J. Mirkin, 2002, S. 29.

⁵ Web-Site der Börse. Stand vom 14.09.05.

⁶ Web-Site der Börse <http://www.rts.ru>. Stand vom 14.09.05.

Die wichtigsten Handelsteilnehmer der NP „RTS“ haben Ende 2003 beschlossen, eine eigene Handelsplattform, die oAG „RTS“¹, zu gründen. Dieser Entschluss war einerseits durch den Wunsch begründet, stärkeren Einfluss auf die Handelsorganisation der Börse auszuüben. Andererseits stehen hinter dieser Börsengründung eindeutige unternehmerische Ambitionen einiger Marktteilnehmer, die vorher durch das Konstrukt der „Nicht kommerziellen Partnerschaft“ ihre Interessen zu wenig vertreten sahen. Nicht zu unterschätzen ist auch die dadurch gewonnene Transparenz gegenüber nationalen und internationalen Klienten, die sich in der Rechtsform der *offenen Aktiengesellschaft* widerspiegelt.

Der Wertpapierhandel hat an der neuen Börse im November 2004 begonnen. Dabei wurde zum großen Teil die Marktarchitektur des seit 1999 an der NP „RTS“ existierenden Handelsregimes für den vollelektronischen anonymen Handel übernommen. Die Handelsplattform ist überwiegend auf den Aktienhandel spezialisiert. Gegenwärtig sind 326 Aktien an der oAG „RTS“ notiert. Lediglich 14 davon sind in den Handelslisten zugelassen². Insgesamt 140 Handelsteilnehmer³ sind registriert. Im Sommer 2005 wurde die Handelsplattform FORTS für Wertpapiertermingeschäfte von der NP „RTS“ übernommen⁴.

Die Grund- und Mikrostruktur der gAG „MICEX“ und der oAG „RTS“ ist ähnlich. Allerdings sucht die oAG „RTS“ ihre Nische und setzt durch die Einführung bestimmter Mikrostrukturelemente auf die Entwicklung des Handels mit weniger liquiden Aktien (Ausführungen dazu enthält Abschnitt 4.2.2).

¹ Die 21 größten Teilnehmer des Wertpapiermarktes der RF, darunter die 5 größten Internet-Broker, sind Aktionäre der oAG „RTS“. Diese Handelsteilnehmer vereinen c.a. 80% des gesamten Umsatzes des organisierten Wertpapierhandels in der RF.

² Web-Site oAG „RTS“: <http://www.oaorts.ru>, Stand von 14.09.05.

³ Web-Site der Börse. Stand vom 14.09.05.

⁴ FORTS (Futures und Optionen an der RTS) ist der erste und einzige Wertpapierterminmarkt in RF. Er wurde im September 2001 gemeinsam von der NP „RTS“ und der NP „Sankt Petersburg“ organisiert. Zurzeit wird an FORTS über 95% des gesamten Wertpapierterminhandels der RF abgewickelt. Der Markt bleibt aber nach wie vor unterentwickelt. Gegenwärtig sind 21 Futureskontrakte (auf Aktien von 6 Emittenten, eine Obligation und Index RTS) und 30 Optionen (auf Aktien von 4 Emittenten und Index RTS) an der Handelsplattform notiert. Quelle: Web-Site der Börse <http://www.oaorts.ru>, Stand vom 15.09.05.

Trotz Listing der GasProm Aktien hat die NP „Moskauer Wertpapierbörse – MWPB“ in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung verloren und kann daher in dieser Arbeit vernachlässigt werden.

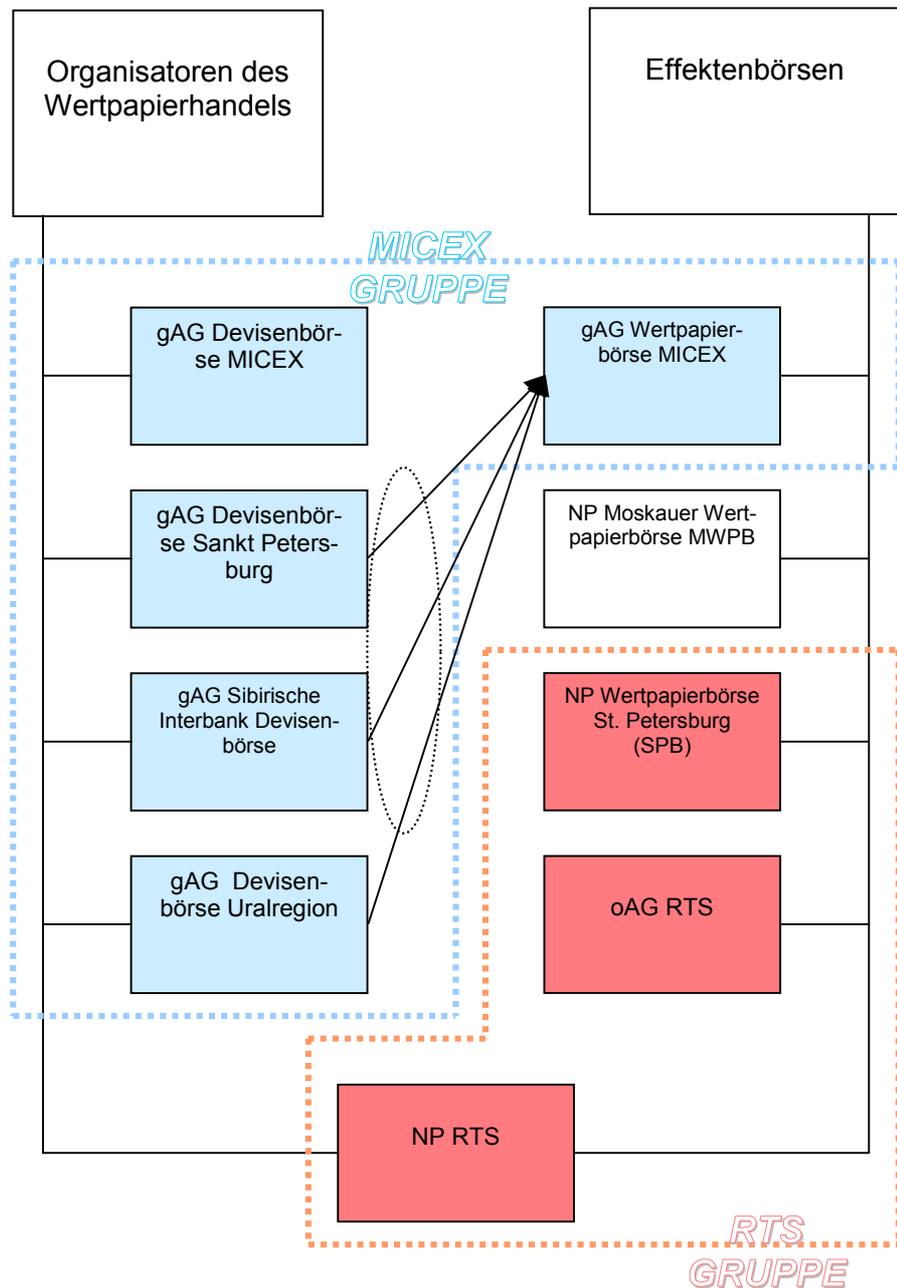


Abb. 8 – Effektensbörsen und andere Organisatoren des Wertpapierhandels in der Russischen Föderation

Quelle: eigene Darstellung

4 GRUND- UND MIKROSTRUKTUR DER BEDEUTENDSTEN RUSSISCHEN BÖRSEN MICEX UND RTS

4.1 MICEX

4.1.1 Marktteilnehmer

Ein Handelsteilnehmer der Wertpapierbörse gAG „MICEX“ muss die Voraussetzungen für die Teilnahme am Börsenhandel gemäß der *Marktzulassungsverordnung* der gAG „MICEX“ vom 06.08.2004 erfüllen. Diese Voraussetzungen entsprechen den Kriterien der FFMS für Broker, Dealer und Wertpapierverwalter. Zusätzlich benötigen Handelsteilnehmer mindestens zwei Empfehlungen von aktiv tätigen Handelsteilnehmern der gAG „MICEX“. Alternativ kann eine der beiden Empfehlungen auch von einem Berufsverband der professionellen Marktteilnehmer des Wertpapiergeschäfts ausgesprochen werden¹. Diese besondere Regelung ist als vertrauensbildende Maßnahme gedacht. Außerdem ist die Zahlung einer einmaligen Aufnahmegebühr für den Marktzugang in Höhe von 3.000,- USD erforderlich².

Alle zugelassenen Handelsteilnehmer der MICEX sind in ihrem Recht, Geld- und Brieforders in das System einzustellen sowie Wertpapiergeschäfte abzuschließen, gleich gestellt. Sie dürfen in allen Handelssegmenten tätig werden. Auch der Markttransparenzgrad ist für alle gleich. So gesehen, bestehen keine Privilegien³. Handelsteilnehmer können nur im eigenen Namen, entweder als Kommissionäre oder als Eigenhändler agieren.

Marketmaker sind für den Aktienhandel nicht vorgesehen.

¹ Marktzulassungsverordnung der gAG „MICEX“ vom 06.08.2004. Web-Site der Börse <http://www.micex.ru>.

² Zuzüglich fallen Kommissionsgebühren pro Geschäftsabschluss in Höhe von 0,0035% zzgl. 0,004% für Clearing an. Web-Site der Börse. Stand vom 14.09.05.

³ Allerdings kann ein Agentenauktionsmarkt nicht als privilegiert angesehen werden, da der Marktzugang für die Anleger durch Zugangsvermittler erfolgt.

Benutzer des vollelektronischen Handelssystems können in folgende Gruppen unterteilt werden:

- Handelsteilnehmer,
- deren Vertreter,
- Internet- Handelnutzer,
- Börsenmakler und
- sonstige Nutzer.

Derzeit beteiligen sich mehr als 530 *Handelsteilnehmer* am elektronischen Wertpapierhandel der MICEX¹. Durchschnittlich sind mehr als 250 davon im Aktienhandel täglich aktiv². Die traditionell wichtigste Teilnehmergruppe bei der MICEX sind Kreditorganisationen. Banken machen ca. 20% des gesamten Umsatzes aus³. Viele von ihnen sind gleichzeitig auch Aktionäre der Börse und können die Gestaltung des Wertpapierhandels beeinflussen (vgl. Abschnitt 3.4).

Vertreter erhalten von Handelsteilnehmern eine Bevollmächtigung und können dementsprechend als Händler und (oder) Beobachter und (oder) Analysten und (oder) Back-office-Personal agieren.

Seit 1999 können Anleger (s.g. *Internet-Handelnutzer*), die einen entsprechenden Vertrag mit einem zugelassenen Handelsteilnehmer der gAG „MICEX“ abgeschlossen haben, ihre Gebote direkt ins elektronische Handelssystem stellen⁴. Angebote der Internetkunden werden durch den Handelsteilnehmer automatisch geprüft. Die Handelsteilnehmer sind gegenüber der Börse für die Eingaben der Internetkundenorders verantwortlich. Der Internethandel macht heute mehr als 80% aller Abschlüsse an der MICEX aus⁵.

Der Makler ist eine natürliche Person. Er ist bei der gAG „MICEX“ angestellt. Der Makler leitet den Wertpapierhandel und kontrolliert, ob die Han-

¹ Marktteilnehmerliste, Web-Site der Börse <http://www.micex.ru>. Stand vom 13.09.05.

² A. Rybnikov, 2005b, S. 4.

³ Ebda.

⁴ MICEX war die erste Effektenbörse in der RF, die 1999 den Internethandel eingeführt hat.

⁵ G. Schevelenkov (Interview).

delsteilnehmer (bzw. deren Vertreter) die Geld- und Briefkurse gemäß Handelsordnung in das System stellen und Geschäfte abschließen. Der Makler ist für die Vorbereitung, die Eröffnung, die Unterbrechung, die Wiederaufnahme nach der Unterbrechung und die Schließung des Handels verantwortlich. Die Entscheidungskompetenz in besonderen Fällen, wie z.B. bei Handelsunterbrechungen, hat der Börsendirektor. Der Makler ist in solchen Fällen gegenüber dem Direktor rechenschaftspflichtig.

Zu den sonstigen Nutzern des Systems gehören beispielsweise das Abwicklungs- oder Überwachungspersonal der Börse oder auch diejenigen Nutzer, die lediglich für den Informationszugang zugelassen sind.

4.1.2 Handelsregime

An der MICEX werden Aktien, festverzinsliche Wertpapiere, Anteilsscheine an Investmentfonds und seit kurzem auch Eurobonds gehandelt. Der Handel mit Staatsanleihen erfolgt in einer speziellen Abteilung der Devisenbörse MICEX.

Gemäß Handelsordnung der gAG „MICEX“ gibt es für den Aktienhandel¹:

- das Grundhandelsregime,
- das Handelsregime auf Verhandlungsbasis (Nebenhandelsregime),
- das Handelsregime für Odd Lot Orders und
- das Handelsregime für REPO- Geschäfte².

¹ Die an der MICEX geltenden Handelssegmente sind unabhängig von den Zulassungskriterien der Aufsichtsbehörde FFMS zu sehen. Für die Wahl des Handelsregimes ist die Entscheidung der Anleger je nach deren Handelsstrategie, Handelsmotiv, Transaktionsumfang, Schutzmöglichkeiten gegen Risiken und sonstige Kriterien ausschlaggebend.

² Der Zweck von *REPO-Geschäften* besteht u.a. darin, im Zuge der Abwicklung von Wertpapiergeschäften Lieferungen zeitgerecht bedienen zu können. Der Abwicklungsablauf im Grundhandelsregime macht REPO-Geschäfte besonders nützlich (siehe auch Abschnitt 4.1.3). Da REPO-Geschäfte Kreditgeschäfte sind, werden sie an dieser Stelle nicht weiter betrachtet.

Im weiteren werden das *Grundhandelsregime* und das *Nebenhandelsregime* näher beschrieben. Im Grundhandelsregime werden Aktien zugelassen, falls sie an mehr als 40 Handelstagen innerhalb des letzten Vierteljahres gehandelt wurden und (oder) Abschlüsse zwischen fünf oder mehr Marktteilnehmern statt gefunden haben¹.

Der Handel mit *Odd Lots* erfolgt genauso wie im Grundhandelsregime. Ein separates Orderbuch ist zu diesem Zweck nur zwischen 17:00 und 19:05 Uhr geöffnet.

4.1.3 Strukturen und Abläufe des Handels im Grundhandelsregime

Für den Aktienhandel im Grundhandelsregime sind folgende Ordertypen zugelassen:

- limitierte Orders und
- unlimitierte Orders (Marktorders).

Durch zusätzliche Bedingungen können die Ordertypen weiter spezifiziert werden. Eine s.g. *Immediate-or-Cancel* Order ist ein Auftrag, der sofort und vollständig oder soweit wie möglich ausgeführt wird. Nicht ausgeführte Teile einer derartigen Order werden ohne Aufnahme in das Orderbuch gelöscht. Eine *Schlusshandels Order* ist eine unlimitierte Order, die nur für den Schlusshandel zum Referenzpreis gültig ist.

Alle Marktorders sind nach der MICEX-Börsenordnung eine *Immediate-or-Cancel* Order.

Alle Orders sind nur für den aktuellen Börsentag gültig.

Im vollelektronischen Handelssystem mit dezentralem Marktzugang geben alle Handelsteilnehmer der gAG „MICEX“ ihre verbindlichen Aufträge in das Handelssystem ein. Der Handel verläuft anonym.

Der Aktienhandel findet Montag bis Freitag zwischen 10:15 und 19:00 Uhr statt. Für alle zugelassene Wertpapiere ist unter dem Grundhandelsregime

¹ Handelsordnung der gAG „MICEX“ vom 04.07.05. Web-Site der Börse <http://www.micex.de>.

der gleiche Handelsablauf (Marktmodell) vorgesehen¹. Der fortlaufende Handel beginnt mit einer Eröffnung zu Gesamtkursen und endet mit einem Schlusshandel zu einem Referenzkurs.

Die *Eröffnung* dauert von 10:15 bis 10:30 Uhr. Sie hat eine Aufrufphase und eine kurze Preisermittlungsphase. Eine Marktausgleichsphase gibt es nicht. Während des Aufrufs können Handelsteilnehmer nur limitierte Aufträge in das System eingeben sowie bestehende Orders ändern oder löschen. Das Orderbuch ist geschlossen. Indikative Preise, Umsätze und die bestlimitierten Aufträge werden nicht angezeigt (wie es z.B. in Xetra der Fall ist).

Genau um 10:30 Uhr beginnt die Preisermittlungsphase, die nur wenige Sekunden dauert. Nach der Orderbuchlage um 10:30 Uhr wird der Gesamtkurs nach dem Meistausführungsprinzip ermittelt (höchster Umsatz und niedrigster Überhang). Die Ausführung erfolgt nach Kurs-Zeit-Vorrang. Nicht ausgeführte oder nur teilweise ausgeführte Limit-Orders werden in den fortlaufenden Handel übernommen. Sofort nach der Eröffnung erhalten die Kontrahenten eine Ausführungsbestätigung.

Der *fortlaufende Handel*² beginnt nach Ablauf der Eröffnung. In dieser Phase ist das Orderbuch nur teilweise geöffnet, so dass die Marktteilnehmer die zwanzig besten Limits (10 Geld- und 10 Brieflimits) mit akkumuliertem Orderfluss sehen³.

Im fortlaufenden Handel sind sowohl limitierte Orders als auch Marktorders zugelassen. Jede neu eintreffende Order wird sofort auf Ausführbarkeit überprüft. Ein Abschluss kommt automatisch zustande, wenn sich das zu versteigernde Gebot und das beste Gegengebot mindestens entsprechen. Die Auktion um das vorliegende Angebot bzw. die vorliegende Nachfrage

¹ Eine Beschreibung des Marktmodells existiert nicht. Die in Abschnitt 4.1 enthaltenen Informationen wurden der gAG „MICEX“ Handelsordnung vom 04.07.05, der Handelsteilnehmerzulassungsordnung vom 04.07.05, der Wertpapierzulassungsordnung vom 04.07.05 sowie weiteren Links der MICEX Web-Site <http://www.micex.ru> entnommen. Ergänzend wurden Erkenntnisse im Rahmen der durchgeführten Interviews mit MICEX Mitarbeitern und MICEX Handelsteilnehmern gewonnen.

² Wird gemäß gAG „MICEX“ Handelsordnung als „Haupthandelsphase“ bezeichnet.

³ Der beschriebene Orderbuchtransparenzgrad entspricht den Anforderungen der FFMS (Punkt 8.10 der Verordnung der FFMS vom 30.12.04). Unter Fachleuten wird über eine mögliche Erweiterung der obligatorischen Orderbuchtransparenz auf bis zu 20 Geldlimits und bis zu 20 Brieflimits zum Ende des Jahres 2005 spekuliert.

findet simultan statt¹. Noch nicht ausgeführte Aufträge können korrigiert werden. Dabei gilt als Zeitpunkt ihrer Einstellung der Termin der Veränderung. Alle bis zum Ende des fortlaufenden Handels nicht ausgeführten Order bzw. Teile von Orders werden im Orderbuch gelöscht. Nach der Zusammenführung zweier Orders erhalten die Kontrahenten eine Ausführungs- und Geschäftsbestätigung.

Im fortlaufenden Handel sowie bei der Eröffnung werden nur Round Lots zugelassen. Ein Round Lot entspricht je nach Wertpapier der Mindestgröße von 100 Aktien oder 1 Aktie¹. Der Mindestschluss sowie die Mindestkursabstufung wird für jeden Titel von der Börsengeschäftsführung festgelegt. Die Mindestkursabstufung kann dementsprechend je nach Wertpapier 0,01 Russische Rubel (RUR) oder 0,001 RUR betragen.

Es wird in RUR limitiert und überwiegend in RUR gehandelt. Der Handel in USD ist nicht ausgeschlossen.

Im Anschluss an den fortlaufenden Handel (18:45 - 19:00 Uhr) erfolgt ein *Schlusshandel*. Die Kurse im Schlusshandel werden nicht selbstständig festgelegt, sondern aus dem fortlaufenden Handel importiert. Der Referenzkurs wird als gewichteter Durchschnittspreis aller Abschlüsse mit einem Titel während der letzten 30 Minuten des fortlaufenden Handels errechnet. Falls eine Aktie während dieser Zeit nicht gehandelt wurde, errechnet man den Referenzkurs als gewichteten Durchschnittspreis aller Abschlüsse mit diesem Titel innerhalb des Handelstages (fortlaufender Handel und Eröffnungsauktion). Für Titel, die an diesem Handelstag nicht gehandelt wurden, wird kein Schlusshandel durchgeführt. An dieser Phase nehmen nur Schlusshandel-Orders teil. Während der Auftragserteilung können die Marktteilnehmer eigene Orders und kumulierte Ordervolumina einsehen. Die eingegangenen Aufträge werden um 19:00 Uhr zum Referenzkurs kompensiert, falls Orders auf der Gegenseite vorliegen. Im Überhangsfall erfolgt die Ausführung nach Zeitvorrang. Zum Zeitpunkt der Ordererteilung ist der errechnete Schlusskurs bekannt. Daher besteht bei Aufträgen kein Preisrisiko. Gleichwohl besteht ein Ausführungsrisiko, da die resultierende Orderla-

¹ Dieses Kursermittlungsprinzip wird in russischer Sprache auch als „Doppelauktion“ bezeichnet.

ge nicht bekannt ist. Während des Schlusshandels finden nur einzelne Transaktionen statt (ca. 0,5% des gesamten Umsatzanteils des Handels im Grundhandelsregime).

Die Nachhandelstransparenz ist durch Veröffentlichung aller relevanten Handelsdaten auf der MICEX Web-Site unmittelbar nach erfolgtem Geschäftsabschluss gewährleistet.

Zur Erhöhung der Preiskontinuität und zur Reduzierung von Preismanipulationen sind zusätzlich zu den von der FFMS vorgeschriebenen Verfahren gegen Kursausschläge weitere Schutzmechanismen vorgesehen. Es handelt sich dabei um die Ablehnung von Aufträgen mit bestimmten Preisparametern durch das Handelssystem.

Vom MICEX Handelssystem werden folgende Orders abgelehnt²:

- Aufträge, die während der Eröffnung eingestellt wurden und deren Limit sich um mehr als 15% (bzw. 10% für gelistete Aktien) vom gewichteten Durchschnittskurs aller Abschlüsse mit diesem Titel im Grundhandelsregime am Vorhandelstag unterscheidet;
- Aufträge, die während des fortlaufenden Handels eingestellt wurden und deren Limit sich um mehr als 35% (bzw. 25% für gelistete Aktien) vom laufenden Kurs³ dieser Aktie (bzw. vom gewichteten Durchschnittskurs aller Abschlüsse mit diesem Titel im Grundhandelsregime am Vorhandelstag für schwach gehandelten Wertpapiere, mit weniger als 10 Transaktionen während der Eröffnung und des fortlaufenden Handels am aktuellen Handelstag) unterscheidet.

Die *Geschäftserfüllung* ist an der gAG „MICEX“ an die Ausführung gekoppelt und erfolgt nach dem „Lieferung gegen Zahlung“ Prinzip am gleichen Handelstag (T+0). Leerverkäufe sind nicht zugelassen. Geld und Wertpapiere müssen vor dem Handelstag auf einem speziellen Konto des Handelsteilnehmers in der Abrechnungsstelle der MICEX und im nationalen

¹ Ein Odd Lot kann nur zwischen 17:00 und 19:05 Uhr gehandelt werden. Dabei kann ein Odd Lot nicht kleiner als 1 Aktie sein. Für den Handel mit Odd Lots ist ein separates Orderbuch vorgesehen.

² „Regelung zur Feststellung bestimmter Auftragsparameter an der gAG „MICEX“ vom 15.08.05 Web-Site der Börse <http://www.micex.ru>.

³ Als laufender Kurs einer Aktie gilt, wie im Abschnitt 3.3 schon erklärt wurde, der gewichtete Durchschnittskurs aller Abschlüsse mit diesem Titel innerhalb einer Stunde unmittelbar vor dem Verrechnungszeitpunkt.

Depositarzentrum deponiert werden. Orders werden vom Handelssystem angenommen, wenn Deckung zum Zeitpunkt der Auftragserteilung vorliegt. Nach jedem Geschäftsabschluss werden die zur Verfügung stehenden Geld- und Wertpapiersaldos vom Clearing-System sofort neu berechnet. Die Teilnehmer müssen in diesem Fall Liquidität nur insoweit zur Verfügung stellen, wie keine Liquiditätsdeckung durch Transaktionen im System möglich ist¹.

4.1.4 Besonderheiten der Handelsorganisation im „Handelsregime auf Verhandlungsbasis“

Im *Handelsregime auf Verhandlungsbasis* (Nebenhandelsregime) sind die gleichen Handelsteilnehmer und die gleichen Wertpapiere wie im Haupthandelsregime zugelassen. Im Gegensatz zum Haupthandelsregime können zusätzlich auch Titel gehandelt werden, die den in Abschnitt 4.1.2 genannten Liquiditätsanforderungen nicht entsprechen. Handelsteilnehmer sind nicht privilegiert. Der Handel erfolgt an Arbeitstagen von 10:00 bis 20:00 Uhr. Limitierungs- und Handelswährung ist der RUR.

Die Einführung des Nebenhandelsregimes brachte einen neuen Kursbildungsmechanismus mit sich. Es wird ausschließlich zu Einzelkursen und nicht anonym gehandelt.

Das Computer unterstützte Handelssystem kennt folgende Auftragsarten:

- Interessenbekundung,
- adressierte Offerte und
- Abschlussbestätigung.

Die *Interessenbekundung* ermöglicht einem Mitglied allen anderen Mitgliedern unverbindlich anzuzeigen, dass es unter angegebenen Konditionen ein bestimmtes Papier handeln möchte.

Eine *adressierte Offerte* ermöglicht einem Mitglied ein verbindliches Angebot an einen bestimmten Kontrahenten zu richten.

¹ Zur Unterstützung des beschriebenen Abwicklungsverfahren ist an der MICEX der Handel mit REPO's in einem speziellen „Handelsregime für REPO-Geschäfte“ organisiert (vgl. Abschnitt 4.1.2).

Eine *Abschlussbestätigung* ist ein Gegengebot auf eine adressierte Offerte mit übereinstimmenden Parametern.

Alle Handelsteilnehmer haben während der Handelszeit die Möglichkeit, unbegrenzt ihre *Interessenbekundungen* in das Handelssystem einzugeben. Sie informieren damit alle anderen Teilnehmer über die Absicht, unter bestimmten Konditionen einen Titel kaufen oder verkaufen zu wollen. Die Interessenbekundungen sind für alle Handelsteilnehmer transparent. Neben gewünschtem Kurs, Stückzahl sowie Identität des Auftragsgebers muss dabei die angestrebte Geschäftserfüllungsform (mit oder ohne Terminoption) sowie die Abwicklungsdauer im Falle der Erfüllung mit Terminoption angegeben werden. Interessenbekundungen stehen in Konkurrenz zu einander. Dabei spielen vor allem die angegebenen Kurse, die angebotene Stückzahl und die Erfüllungskonditionen aber auch die Reputation und persönliche Beziehung zwischen den Marktteilnehmern eine entscheidende Rolle.

Als Antwort auf Interessenbekundungen und auch als Ergebnis persönlicher Verhandlungen (z. B. telefonisch) können alle Handelsteilnehmer *adressierte Offerten* in das System eingeben. Ausschließlich den jeweiligen Empfängern, nicht aber den übrigen Marktteilnehmern, sind die Angaben und die Identität der verbindlichen Gebote bekannt. Empfänger haben bis zum Ende des Handelstages die Option, das Angebot durch *Abschlussbestätigung* entweder zu akzeptieren oder weiter zu verhandeln. Dafür stellen sie selbst eine adressierte Offerte mit veränderten Parametern ein und warten auf die Abschlussbestätigung der Kontrahenten. Die dritte Möglichkeit ist, die adressierte Offerte zu ignorieren. Nicht bestätigte Eingaben werden am Ende des Handelstages durch das System automatisch gelöscht.

Alle Auftragsarten sind nur tagesgültig. Odd Lot Orders werden analog zum Haupthandelsregime vom Handel ausgeschlossen. Die Mindestschlussgröße (1 oder 100 Aktien) und die Mindestkursabstufung sind individuell für jedes Wertpapier festgelegt und sind mit den Parametern des Grundhandelsregimes identisch.

Alle abgeschlossenen Geschäfte werden sofort publiziert und können von allen Handelsteilnehmern der gAG „MICEX“ unverzüglich eingesehen wer-

den. Dabei werden keine Angaben über die Identität der Handelsteilnehmer offen gelegt.

Die Abrechnung und die Erfüllung der abgeschlossenen Geschäfte ist im Nebenhandelsregime anders organisiert als im Grundhandelsregime. Leerverkäufe sowie die Erfüllung mit Terminoption sind zugelassen. Die Abwicklung kann am selben Handelstag erfolgen (T+0). Hierfür ist ebenfalls analog zum Haupthandelsregime volle Deckung in Geld und Wertpapieren erforderlich. Marktteilnehmer haben aber auch die Möglichkeit, den Handel zu einem zukünftigen Termin durchzuführen, wobei Größe und Kurs bereits zum Zeitpunkt der Vereinbarung festgelegt werden. Der Abwicklungszyklus kann dementsprechend bis zu 30 Tagen (von T+1 bis T+30) betragen. Dabei werden Sanktionen im Falle der Nichterfüllung definiert. Die Abwicklung erfolgt nach dem „Lieferung gegen Zahlung“ Prinzip.

4.1.5 Würdigung der gAG „MICEX“

Das Verfahren im *Grundhandelsregime* der gAG „MICEX“ entspricht im Kern dem Handelssystem, das für lebhaft gehandelte Werte international sehr verbreitet ist. An der vollelektronischen ordergetriebenen Handelsplattform, die auf einem zentralen Orderbuch beruht¹, werden anonym alle Aktien fortlaufend mit einer Eröffnung zu Gesamtkursen gehandelt².

Bei Transaktionen mit sehr liquiden Aktien in normalem Umfang genügt ein überschaubares Verfahren im Grundhandelsregime den Ansprüchen der Anleger. Es ist als Handelssystem für den Internethandel besonders geeignet³. Anleger, die in der RF über das Internet handeln, sind in der Regel private Investoren, die überwiegend an sehr liquiden Aktien interessiert sind. Dabei möchten sie schnell, sicher, unkompliziert und kostengünstig bedient werden. Das ist an der gAG „MICEX“ dadurch möglich, dass alle Handelsabläufe von der Ordereingabe über das Orderrouting, die Preisfeststellung, die automatische Ausführung bis hin zur Überwachung und Ab-

¹ Ein spezielles Orderbuch ist für den Handel mit Odd Lots (von 17:00 bis 19:00 Uhr) vorgesehen.

² Der Schlusshandel zum Referenzkurs spielt keine bedeutende Rolle und wird nicht weiter diskutiert.

³ Die wichtigsten Internetbroker an der MICEX sind Kreditorganisationen, die gleichzeitig auch Aktionäre der Börse sind und so die marktorganisatorische Gestaltung des Handels mit beeinflussen.

wicklung der Transaktionen in einem einheitlichen Netzwerk integriert sind. Das Geschehen in der Abschluss- sowie in der Abwicklungsphase ist dadurch leicht nachvollziehbar.

Die speziell zum Handel mit umsatzstarken Werten vorgesehene Marktarchitektur kann bei detaillierter Betrachtung in Frage gestellt werden. So ist z.B die Nichtexistenz von bedingten Aufträgen (Stop Orders) negativ zu beurteilen, da dadurch ein ständiges, zeit- und personalintensives Mitvollziehen des Marktgeschehens erforderlich wird und sich somit die Transaktionskosten erhöhen.

Die Eröffnung zu Gesamtkursen wird von den meisten Handelsteilnehmern unter anderem aus strukturellen Gründen ignoriert. Das vollständig geschlossene Orderbuch mindert die Anreize zur Ordererteilung¹. Hier kommen nur wenige Abschlüsse zu Stande (ca. 0,5% des gesamten Umsatzanteils des Handels im Grundhandelsregime; im Durchschnitt werden weniger als 15% der erteilten Aufträge ausgeführt)².

Die Frage, ob ein Handel zu Gesamtkursen an den sehr volatilen russischen Märkten von überwiegend spekulationsmotivierten Anlegern nachgefragt wird, soll an dieser Stelle nicht weiter diskutiert werden.

Ein teilweise geschlossenes Orderbuch im fortlaufenden Handel wirkt sich negativ auf die Informationsrisikokosten der Teilnehmer aus, da Ungewissheit über weitere Gebote im Orderbuch besteht³. Dadurch resultierende Preismanipulationen sind denkbar. Insbesondere arbitragemotivierte Anleger sind auf ein offenes Orderbuch angewiesen. Andererseits könnte durch die begrenzte Orderbuchtransparenz eine zusätzliche Handelsbereitschaft geweckt werden, die sich in einem offenen Orderbuch nicht zeigen würde.

¹ Es gibt nur wenige Gründe, an der Eröffnungsauction teilzunehmen. Durch limitierte Aufträge, die in den fortlaufenden Handel übernommen werden, versuchen die Marktteilnehmer den Zeitvorrang auszunutzen, um sich als Erster im Orderbuch während des fortlaufenden Handels zu platzieren. Das ist besonders für wenige liquide Aktien wichtig. Um keine Zeit im fortlaufenden Handel zu verlieren wird auch versucht, Kundenaufträge während der Eröffnung abzuwickeln, die innerhalb einer längeren Zeitperiode zu einem bestimmten Preis ausgeführt werden müssen.

² Quelle: Interviews mit MICEX Mitarbeitern (Schätzung).

³ Der gewählte Orderbuchtransparenzgrad ist insbesondere vor dem Hintergrund der fehlenden zweiten Bietstufe im Grundhandelsregime zu betrachten.

Für die Attraktivität und Akzeptanz des Handels im Grundhandelsregime sorgt auch die Organisation der Abrechnung und Abwicklung¹. Wegen der zweifelhaften Bonität heimischer Handelsteilnehmer ist das Ausfall- und Liquiditätsrisiko im Effektenhandel hoch. Auch das allgemeine Marktrisiko bleibt in der RF nach wie vor beträchtlich (vgl. dazu Abschnitt 3.2). Deswegen kommt die Geschäftserfüllungsgarantie im Grundhandelsregime vielen Handelsteilnehmern entgegen. Ihnen entstehen jedoch zusätzliche Liquiditätskosten, weil Geldmittel und Wertpapiere schon vor dem jeweiligen Handelstag bereitgestellt werden müssen. Außerdem können die Teilnehmer bei Bereitstellung ihren zukünftigen Abschlussaldo noch nicht kennen, so dass die Vorhaltung eines Liquiditätspuffers erforderlich ist. Diese zusätzlichen Liquiditätskosten kommen vielen Teilnehmern des russischen Effektenhandels bislang immer noch in Form reduzierter Erfüllungsrisikokosten zugute.

Beim Handel in weniger liquiden Aktien sowie bei Blocktransaktionen ist das Handelssystem im Grundhandelsregime ergänzungsbedürftig. Integrierte Liquiditätsanbieter, Reputationsaufbaumöglichkeiten sowie eine zweite Bietstufe könnten die Servicequalität der Börse beim Handel mit gering kapitalisierten und illiquiden Werten verbessern².

Institutionelle Anleger mit Interesse an Blocktransaktionen werden im Grundhandelsregime solche Strukturelemente vermissen, die den Reputationsaufbau erlauben (z.B. im Parkett- oder Telefonhandel) und unerwünschten Kurseffekten entgegenwirken (z.B. zeitverzögerte Kurs- und Umsatzpublizität, Iceberg Orders oder funktionierender Handel zu Gesamtkursen).

Die Einführung des *Handelsregimes auf Verhandlungsbasis* kompensiert, wenn auch nur teilweise, die genannten Defizite in der Qualität der angebotenen Dienstleistungen und bietet der gAG „MICEX“ die Chance, die Anforderungen heterogener Anlegergruppen zu erfüllen. Hauptzielgruppe sind heimische institutionelle Anleger. Der Anteil dieses Segmentes am gesam-

¹ Die Finanzkrise im Jahr 1998 und ihre Folgen haben die Relevanz eines funktionierenden und Risiko minimierenden Geschäftserfüllungssystems für den russischen Wertpapiermarkt gezeigt. Siehe dazu Abschnitt 3.1.

² Die zweite Bietrunde kann allerdings auch beim Handel mit relativ liquiden Aktien nützlich sein. Siehe mehr dazu im Abschnitt 2.2.4.

ten Umsatz des Aktienhandels der gAG „MICEX“ ist in den letzten Jahren schnell gewachsen und macht zurzeit fast 20% aus¹.

Im Nebenhandelsregime findet ein elektronisch unterstützter nicht anonymer Handel nach dem Auktionsprinzip statt, der in seiner Abschlussphase nicht automatisierte Funktionen und Prozesse beinhaltet und dadurch eine Interaktion der Marktteilnehmer zulässt. Durch Interessenbekundung lässt sich zwar ein Handelsinteresse zu einem gewissen Kurs signalisieren, die konkrete Festlegung auf einen Kurs mit einem verbindlichen limitierten Auftrag kann dabei unterbleiben. Es besteht eine gewisse Ähnlichkeit mit der Kursabfrage am Parkett oder im Telefonhandel. Eine größere Zahl von potenziellen Gegenparteien kann jedoch sofort angesprochen werden kann. Ein signalisiertes Handelsinteresse löst einen Kommunikationsprozess zwischen Handelsteilnehmern aus² und führt so in Form einer adressierten Offerte zu Geboten auf der Gegenseite³.

Insbesondere beim Handel in weniger liquiden Aktien und beim Blockhandel lassen sich im Nebenhandelsregime marktnähere Kurse als im Grundhandelsverfahren erreichen. Durch die sichtbare Identität der Handelsteilnehmer⁴ wird der Reputationsaufbau gefördert, was positive Auswirkungen auf die Informationsrisikokosten der Anleger hat. Teilnehmer mit guter Reputation können mit besseren Kursen rechnen.

Negative Kurseffekte bei größeren Transaktionen können durch Vertraulichkeit der adressierten Offerten teilweise reduziert werden. Für Blocktransaktionen ist das Nebenhandelsregime jedoch nur teilweise geeignet. Viele Blocktransaktionen sind zu groß und würden durch die unverzögerte Kurs- und Umsatzpublizität zu stark auf den Kurs durchschlagen.

Durch die Zulassung von Leerverkäufen und die Geschäftserfüllung mit Terminoption wird im Nebenhandelsregime der Spielraum für Handelsstrategien der Marktteilnehmer erweitert.

¹ Z.B. im ersten Quartal 2005 lag der Anteil dieses Segmentes am gesamten Umsatz des Aktienhandels der MICEX bei mehr als 17%. Quelle: MICEX WEB-Site: www.micex.ru.

² Persönliche Verhandlungen am Telefon oder elektronisch

³ Elektronische Akzeptanz durch Abschlussbestätigung führt zum Abschluss.

⁴ Gemeint ist die Vorhandelstransparenz.

Die vollständig elektronische Orderabwicklung, von der Auftragserfassung bis zum Clearing und Settlement in beiden Handelsregimes der gAG „MICEX“, steigert die Geschwindigkeit, die Zuverlässigkeit und die technische Qualität der Handels-, Informations- und Abwicklungsprozesse. Jedoch entfällt durch die Kopplung der Geschäftserfüllung an die Ausführung die Möglichkeit, abgeschlossene Geschäfte anderswo abzuwickeln.

Der Hauptnachteil des Nebenhandelsregimes ist der Mangel an einer sofortigen Abschlussmöglichkeit¹. Die Kongruenz zwischen dem Abschlusszeitpunkt und dem Zeitpunkt der kurswirksamen Limitierung wird teilweise vernachlässigt, da eine adressierte Offerte bis zum Ende des Handelstages durch eine Abschlussbestätigung angenommen werden kann. Dadurch werden auch Überwachungskosten verursacht. Das kann vor allem beim Handel in weniger liquiden Aktien an den sehr volatilen russischen Märkten zu Vermögensverschiebungen und –umschichtungen führen und dadurch die Markteffizienz beeinflussen.

Durch eine unverbindliche und für alle Marktteilnehmer transparente Interessenbekundung kann versucht werden, Kurse zu manipulieren.

Da alle an der MICEX zugelassenen Marktteilnehmer gleichzeitig in beiden Regimes handeln können, passen sie ihre Aufträge an die Informationen in beiden Marktsegmenten an. Die Kurs- und Umsatzpublizität gewährleistet einen ständigen Informationsfluss zwischen den Segmenten und eröffnet Kombinationsmöglichkeiten zwischen beiden Handelsregimes. Trotz der fehlenden institutionellen Verknüpfung² kann das Nebenhandelsregime das vollelektronische Grundhandelsregime ergänzen. Die parallele Notierung gleicher Aktien, identische Mindestschluss- und Mindestkursabstufungsanforderungen und die Option, die gleiche Geschäftserfüllungsform zu wählen, tragen dazu bei. Teilnehmer, die ihre Handelsbereitschaft nicht durch limitierte Aufträge im Grundhandelsregime zeigen wollen, sind oft bereit sich bei einem konkreten Handelsinteresse der Gegenseite im Nebenhandelsregime zu marktnahen Kursen zur Verfügung zu stellen³. Im anonymen

¹ Weil eine Nachfrage trotz höherer Kosten vorhanden ist.

² Im Nebenhandelsregime wird z.B. auch außerhalb der Marktspanne des Grundhandelsregimes gehandelt. Häufiger werden allerdings Transaktionen zu einem Preis innerhalb der Spanne, also zu verbesserten und individuell ausgehandelten Bedingungen vorgenommen.

³ Diese Handelsteilnehmer können auch eigene Interessenbekundung eingeben.

Grundhandelsregime werden oft Informationsvorsprünge vermutet. Sie lassen sich durch die offen gelegte Identität des Auftragsgebers beim Handel auf Verhandlungsbasis abschwächen.

4.2 Die RTS Gruppe

4.2.1 Nicht kommerzielle Partnerschaft „Wertpapierbörse RTS“

4.2.1.1 Marktteilnehmer

Am Aktienhandel der NP „RTS“ dürfen lizenzierte Broker, Dealer und Wertpapierverwalter teilnehmen, die gleichzeitig Verbandsmitglieder sind. Diese können sowohl als Eigenhändler und Kommissionäre, aber auch als Vermittlungshändler agieren. Beim Handel im Auftrag ausländischer Anleger schließen die Broker ihre Geschäfte im Namen der Kunden und nicht im Namen ihrer Firmen ab.

Zurzeit beteiligen sich 152 Handelsteilnehmer am Aktienhandel der NP „RTS“¹.

Die größten russischen Wertpapierhäuser, die sowohl im Kundenauftrag für ausländische institutionelle Anleger aber auch auf eigene Rechnung tätig sind, dominieren den Handel in diesem Regime.

Die Marktteilnehmer sind an der NP „RTS“ nicht gleich gestellt. Der jeweilige Teilnehmerstatus wird durch die „RTS“ – Handelsteilnehmerzulassungsordnung bestimmt².

Insgesamt lassen sich folgende Marktteilnehmergruppen unterscheiden:

- Prime-Broker,
- Marktteilnehmer mit unbegrenztem Marktzugang,
- Marktteilnehmer mit „Standardzugang“ und
- Marktteilnehmer mit Informationszugang.

¹ Marktteilnehmerliste der NP „RTS“. Web-Site der Börse <http://www.rts.ru>. Stand vom 14.09.05.

² Handelsteilnehmerzulassungsordnung der NP „RTS“ vom 24.02.04 Web-Site der Börse <http://www.rts.ru>.

Prime-Broker sind Marktteilnehmer mit unbegrenztem Marktzugang und dem Privileg, in bestimmten Fällen (siehe Abschnitt 4.2.1.3) Abschluss- und Abwicklungsbedingungen beim Handel mit anderen Marktteilnehmern zu bestimmen. Die aktuelle Liste enthält 11 Prime-Broker¹. Um den Prime-Broker Status zu bekommen, werden mindestens zwei Empfehlungen von anderen gelisteten Prime-Brokern sowie eine entsprechende Empfehlung einer extra zu diesem Zweck vom s.g. Komitee für Risikomanagement eingesetzten Expertengruppe benötigt. Darüber hinaus ist weiterhin die Zustimmung aller aktiven Prime-Broker notwendig. Die monatliche Gebühr für den Marktzugang beträgt 650,- USD, zuzüglich der gesetzlichen Mehrwertsteuer².

Zur Erlangung des Status „*Marktteilnehmer mit unbegrenztem Marktzugang*“ werden entweder vier Empfehlungen von Marktteilnehmern mit dem gleichen Status oder zwei Empfehlungen von Prime-Brokern benötigt. In jedem Fall ist zusätzlich eine Empfehlung des Komitees notwendig. Die Gebühr für den Marktzugang beträgt 500,- USD pro Monat.

Marktteilnehmer mit „Standardzugang“ haben zur Zeit de facto die gleichen Rechte wie Marktteilnehmer mit unbegrenztem Zugang. Der entscheidende Unterschied besteht jedoch darin, dass letztere an einem künftig geplanten Handelsverfahren³ partizipieren dürfen und Marktteilnehmer mit „Standardzugang“ davon ausgeschlossen sein werden. Um den Status als Marktteilnehmer mit „Standardzugang“ zu erlangen, müssen vier Empfehlungen von Marktteilnehmern mit unbegrenztem Zugang oder zwei Empfehlungen von gelisteten Prime-Brokern vorliegen. Eine Empfehlung des Komitees für Risikomanagement ist nicht erforderlich. Die monatliche Gebühr beträgt 400,- USD.

¹ Interessant ist, dass 8 davon in der Liste der 25 aktivsten MICEX- Marktteilnehmer (mit den größten Umsätzen) zu finden sind. Web-Site der gAG „MICEX“ <http://www.micex.ru>. Stand vom 14.09.05.

² Zusätzlich zahlen alle Handelsteilnehmer 500,- USD monatlich für das Handelsterminal. Dafür nimmt die Börse keine laufende Courtage für Geschäftsabschlüsse. Bei allen Geschäften fallen 0,002% Gebühren für Clearing an.

³ Es handelt sich um das s.g. „anonyme Handelsregime“ gemäß RTS- Börsenordnung. Das Verfahren wird vermutlich noch im Jahr 2005 eingeführt. Im neuen Handelsregime soll ein vollelektronischer, ordergetriebener anonymer Handel mit Blocktransaktionen in USD organisiert werden.

Marktteilnehmer mit Informationszugang haben die Möglichkeit, den Handel zu beobachten und während persönlicher Verhandlungen im Kommunikationssystem vereinbarte Geschäfte in das System einzugeben. Zur Erlangung dieses Status sind keinerlei Empfehlungen notwendig. Die monatliche Gebühr beträgt 100,- USD. Gegenwärtig haben 40 Handelsteilnehmer einen derartigen Marktzugang erworben¹.

Vor dem Hintergrund einer speziellen Regelung für den Handel in den 8 meist liquiden Aktien in USD (ausführlicher dazu im Abschnitt 4.2.1.3) wurde im Juli 2005 eine weitere privilegierte Gruppe von Marktteilnehmern eingeführt. Nur 34 Marktteilnehmer dürfen seitdem Geschäfte in diesen Titeln in USD durchführen². Beim Handel in den genannten Aktien wird eine Geschäftserfüllungsgarantie von der Börse gewährleistet. Das gilt auch für Geschäfte, bei denen Leerverkäufe zugelassen werden. Strenge Zulassungskriterien schließen Teilnehmer mit unstabiler Bonität aus.

Alle Marktteilnehmer der NP „RTS“ sind durch bevollmächtigte und bei der Börse entsprechend registrierte *Händler* vertreten³.

Private Anleger haben keinen Zugang zum Handelssystem durch Internet-Anschluss und können nicht wie an der MICEX aktiv am Handel teilnehmen.

4.2.1.2 Handelsregime

An der NP „RTS“ sind Kassamärkte für Aktien, festverzinsliche Wertpapiere (darunter Eurobonds) sowie Anteilsscheine von Investitionsfonds vertreten. Der für diese Arbeit relevante Aktienmarkt ist das bedeutendste Segment an der RTS und zählt zu den ersten organisierten Aktienmärkten in der RF. Der Anleihenmarkt spielt nur eine untergeordnete Rolle⁴.

¹ A. Suchorukov (Interview vom 22.07.05).

² Liste der zugelassenen Handelsteilnehmer zum Handel in den 8 meist liquiden Aktien in USD, Web-Site der Börse <http://www.rts.ru>. Stand vom 14.09.05. Für alle anderen Handelsteilnehmer ist der Handel mit den genannten Titeln nur in RUR sowie der Handel in allen anderen zum Börsenumlauf aufgenommenen Titeln in USD und in RUR offen.

³ Siehe Erläuterungen in Abschnitt 3.3.

⁴ Gegenwärtig sind 29 Obligationen von 12 Emittenten zum Handel aufgenommen. Darunter sind nur zwei Titel gelistet. Gehandelte Instrumente: Web-Site der Börse <http://www.rts.ru>. Stand vom 14.09.05.

Der Aktienhandel mit allen notierten Aktien wird über ein s.g. „*Nicht anonymes Handelsregime*“ abgewickelt.

Für einige Titel besteht ein Umsatzbedürfnis, obwohl sie noch nicht für die Börsenzulassung beantragt worden sind. Um den Handel mit an der NP „RTS“ nicht notierten Wertpapieren transparenter zu machen, wurde das Informationssystem „RTS-Board“ implementiert. Nicht nur Emittenten, sondern auch die Aktionäre und Handelsteilnehmer können die Aufnahme von Wertpapieren im „RTS-Board“ beantragen. Zurzeit werden indikative Preise der c.a. 780 Wertpapiere von fast 620 Emittenten im „RTS-Board“ laufend publiziert¹. Eine Handelzulassung ist für die Nutzung dieser Funktion nicht erforderlich. Teilnehmer müssen auch nicht Verbandsmitglieder sein. Direkt abgeschlossene Geschäfte mit nicht notierten Titeln können an der Börse angegeben und abgewickelt werden.

In der Folge wird nur auf dieses Regime detaillierter eingegangen. Wie bereits in erwähnt, ist noch im Jahr 2005 mit der Einführung eines „anonymen Handelsregimes“ zu rechnen, welches an dieser Stelle jedoch aus Eingrenzungsgründen nicht weiter beschrieben wird.

4.2.1.3 Strukturen und Abläufe des Handels im „Nicht anonymen Handelsregime“

Die Struktur des „Nicht anonymen Handelsregimes“ hat sich seit 1995 von einem reinen Informationssystem über einen zwischenzeitlichen Händlerauktionsmarkt² zu einer Handelsplattform entwickelt, die als „Hit-System“³

¹ Der Handel im „RTS- Board“: Web-Site der Börse. Stand vom 14.09.05.

² Anfang 2004 wurden alle bis dahin existenten Marketmaker Verträge auf Grund von Veränderungen in den gesetzlichen Rahmenbedingungen abgeschafft. Die FFMS sieht die Einschaltung von Marketmakern nur für unliquide Werte vor und / oder für Werte, die weniger als ein Jahr auf dem Markt sind. Außerdem sind die Marketmaker nur zum Abschluss von Eigengeschäften verpflichtet (Vgl. dazu Abschnitt 3.3).

³ Ein Hit-System ist ein nach dem Anlegerauktionsprinzip organisierter Markt, an dem die Abschlüsse durch elektronische Annahme des besten Gebots auf der Marktgegenseite zustande kommen. Akzeptierte Gebote verschwinden sofort vom Bildschirm. So können zwei Limitorder nicht aufeinander treffen und zum Abschluss führen. Hit-Systeme weisen nur eine Stufe des Wettbewerbs auf. Ein typisches Beispiel dafür ist IBIS. Ausführlicher dazu bei H. Schmidt und A. Küster Simič, 1999b), S. 234-235.

charakterisiert werden kann. Im Rahmen dieser Arbeit wird nur auf die Darstellung aktueller Strukturelemente eingegangen¹.

Der Handel ist von 10:30 Uhr bis 18:45² Uhr möglich. Handelsteilnehmer können in dieser Zeit je nach Teilnehmerstatus und damit verbundenem Marktzugang folgende grundsätzlich nicht anonyme Aufträge in das Handelssystem einstellen:

- Limitorder,
- Marktorder und
- Adressierte Offerte.

Alle Aufträge können nur in vollem Umfang abgeschlossen werden.

Eine *Limitierte Order* kann verbindlich von allen Teilnehmergruppen, außer von Informationsteilnehmern, in das System eingestellt werden.

Mittels folgender Beschränkungen kann die zeitliche Gültigkeit des limitierten Auftrags bestimmt werden:

- Gültigkeit eines Auftrages nur für den aktuellen Börsentag (Good-for-day) und
- Gültigkeit eines Auftrages solange, bis er entweder ausgeführt oder vom Auftraggeber gelöscht wird (Good-till-cancelled). Die maximale Gültigkeit wird dabei nicht definiert.

¹ Eine detaillierte Darstellung des Marktmodells existiert nicht. Die in Abschnitt 4.2.1 enthaltenen Informationen wurden der NP „RTS“ Handelsordnung vom 24.02.04, der Handelsteilnehmerzulassungsordnung vom 24.02.04, der Wertpapierzulassungsordnung vom 13.07.05 sowie weiteren Links der MICEX Web-Site <http://www.rts.ru> entnommen. Weitere Informationen wurden im Rahmen der durchgeführten Interviews mit RTS Mitarbeitern und RTS Handelsteilnehmern erfasst.

² Auf Grund des Wettbewerbsdrucks durch MICEX wurde die Handelszeit an der NP „RTS“ mit Wirkung vom 15.07.05 verlängert. Davor konnte man nur von 10:00 bis 18:00 Uhr handeln.

Seit c.a. einem Jahr werden auch *Iceberg Orders* vom System unterstützt¹.

Die *Marktorder* ist ein Gegengebot auf eine limitierte Order mit übereinstimmenden Parametern. Sie erfolgt per Tastendruck und kann ebenfalls von allen Handelsteilnehmern mit Ausnahme der Informationsteilnehmer eingestellt werden.

Die minimale Größe der limitierten Orders darf für die in den Handelslisten zugelassenen Aktien nicht kleiner als 5.000,- USD sein. Zum Handel in den 10 besonders umsatzstarken Titeln („Top 10“ Aktien) gilt ein Minimum von 10.000,- USD. Für Prime-Broker sind Limitorders ab 15.000,- USD zugelassen. Die Mindestkursabstufung ist nicht definiert. Der gewählte Kurs der Limitorder darf maximal vier signifikanten Stellen haben².

Die Lotgröße beträgt für alle Auftragsarten 5.000 Aktien, falls der Aktienpreis niedriger als 1,- USD ist, 1.000 Aktien, falls der Aktienpreis zwischen 1,- und 5,- USD liegt bzw. 100 Aktien, falls die Aktie 5,- USD oder mehr kostet. Die Limitierungswährung ist der amerikanische Dollar und es wird auch überwiegend in USD gehandelt³.

Eine *Adressierte Offerte* ist ein an einen bestimmten Marktteilnehmer gerichtetes und nur für ihn transparentes verbindliches Gebot. Zwei gegenläufig adressierte Offerten mit übereinstimmenden Parametern führen zum Geschäftsabschluss.

Für die Auftragsparameter, z.B. für die Art der Geschäftserfüllung (Zug um Zug oder mit Vorauslieferung bzw. Vorauszahlung), für die Abwicklungsdauer (T+3 bis T+30), für den Ort der Abwicklung (innerhalb oder außerhalb der RTS- Infrastruktur) sowie für die Abrechnungswährung (USD oder RUR) hat die Börse einen flexiblen Rahmen definiert. Die Auftragsparame-

¹ Mit diesem Ordertyp wird die Eingabe von Orders mit großem Volumen in das Orderbuch ermöglicht, ohne das Gesamtvolumen der Order preiszugeben. Neben dem Limit muss für eine Iceberg Order ein Gesamtvolumen und eine Spitze definiert werden. Sowohl das Gesamtvolumen als auch die Spitze muss einem Round Lot entsprechen. Iceberg Orders sind im Orderbuch nicht gesondert gekennzeichnet. Im Handel ist nur die Spitze sichtbar. Die Festlegung der jeweiligen Relation zwischen sichtbaren und unsichtbaren Teilen der Order erfolgt allein durch den Auftraggeber. Nach der Gesamtausführung der Spitze wird eine neue Order mit einer neuen Spitze eingestellt. Iceberg Orders sind nur für den aktuellen Handelstag gültig. Weitere Ausführungsbedingungen oder Handelsbeschränkungen sind nicht möglich. Obwohl Iceberg Orders seit ca. einem Jahr praktisch möglich sind, fehlt hierfür jegliche Beschreibung in der Handelsordnung (Quelle: Interviews mit RTS Mitarbeitern).

² Z. B. 0,0562; 0,3451; 8,260; 21,30.

³ Ca. 80% aller Geschäfte werden in USD abgewickelt (Quelle: <http://www.rts.ru>).

ter werden von den Marktteilnehmern bei der Auftragserteilung bestimmt. Beim Handel in den 8 meist liquiden Aktien in USD wurde dieser Spielraum seit Sommer 2005 abgeschafft. Die in diesen Wertpapieren abgeschlossenen Geschäfte müssen Zug um Zug innerhalb von drei Arbeitstagen in USD abgewickelt werden. Die Möglichkeit der Abwicklung außerhalb der RTS - Institutionen bleibt dabei erhalten.

Im „Nicht anonymen Handelsregime“ wird zu Einzelkursen gehandelt. Während der Handelszeit haben Prime-Broker sowie Voll- und Standardhandelteilnehmer die Möglichkeit, limitierte Orders in das System einzustellen. Sie sind für alle Marktteilnehmer transparent, so dass man von einem offenen Orderbuch sprechen kann. Viele Teilnehmer erteilen sowohl Kauf- als auch Verkaufsaufträge gleichzeitig und verhalten sich auf diese Weise freiwillig wie Marketmaker. Es besteht jedoch keine Verpflichtung jederzeit Kauf- und Verkaufskurse einzustellen, so dass ein Rückzug vom Markt jederzeit möglich ist¹. Limitorder konkurrieren mit einander. Dabei spielen nicht nur limitierte Kurse und angebotene Abwicklungskonditionen, sondern auch die Reputation der Marktteilnehmer eine Rolle.

Die Abschlüsse kommen elektronisch sowie durch persönliche Verhandlungen zustande. Es wird elektronisch abgeschlossen, wenn ein Teilnehmer durch Tastendruck das limitierte Gebot akzeptiert (Erteilung einer Marktorder). Die Limitorder verschwindet sofort vom Bildschirm.

Verhandlungen führen zu einem Geschäftsabschluss, wenn die Kontrahenten per Telefon oder über das spezielle Kommunikationssystem Übereinstimmung in allen Parametern der Limitorder auch hinsichtlich der Abwicklungsbedingungen erzielt haben. Im Ergebnis stellen Käufer und Verkäufer innerhalb von 10 Minuten nach der Einigung gegenläufig adressierte Offerten in das Handelssystem ein. Innerhalb einer Minute nach der Vereinbarung muss die Limitorder, welche die Interaktion ausgelöst hatte, vom Auftraggeber vom Bildschirm gelöscht werden. Der Auftraggeber der Limitorder hat das Privileg, die Geschäftserfüllungsform und den -ablauf zu bestimmen². Beim Handel zwischen Nicht-Prime-Brokern und Prime-Brokern in

¹ Im Gegensatz zum allgemeinen Verständnis handelt es sich somit nicht um ein „Quote driven“, obwohl das Handelsverfahren in der Handelsordnung der RTS ausdrücklich als „Quote driven“ bezeichnet wird.

² Diese Regelungen gelten nicht bei Abschlüssen in USD in den 8 meist liquiden Aktien.

Top- 10 Aktien kann letzterer grundsätzlich die Geschäftserfüllungsbedingungen bestimmen.

Die Kurs- und Umsatzpublizität erfolgt im „Nicht anonymen Handelsregime“, ohne Zeitverzögerungen. Alle abgeschlossenen Geschäfte müssen zusätzlich schriftlich bestätigt werden.

Die *Geschäftserfüllung* kann an der NP „RTS“ Zug um Zug ohne oder mit Terminoption (Abwicklungsdauer bis zu 30 Tagen) erfolgen. Die Abwicklung mit Vorauslieferung bzw. Vorauszahlung ist ebenfalls möglich. Dabei wird die Zahlungs- und Belieferungsreihenfolge zwischen den Kontrahenten vereinbart. In diesem Fall kann die Abwicklung bis zu 30 Tage dauern. Leerverkäufe sind ohne Begrenzungen zugelassen.

Die Geschäftserfüllung ist nicht an die Ausführung gekoppelt. Abgeschlossene Geschäfte dürfen innerhalb der RTS- Infrastrukturen aber auch außerhalb der RTS, darunter im Ausland, abgewickelt werden.

4.2.1.4 Würdigung der NP „RTS“

Die NP „RTS“ ist ein Agentenauktionsmarkt mit privilegiertem Marktzugang. Diese Börse vertritt die Interessen der größeren Wertpapierhäuser Russlands (Mitglieder der Berufsvereinigung professioneller Wertpapierhändler) bei Blocktransaktionen. Die Hauptzielgruppe sind institutionelle ausländische Anleger. Kleinanleger werden vor allem durch sehr großen Mindestauftragsvolumina von der Börse ferngehalten. Es besteht keine Möglichkeit, Aufträge über weniger als eine Schlusseinheit auszuführen. Der Blockcharakter des Handels wird auch durch die Aufteilung der expliziten Transaktionskosten unterstützt¹.

Das Handelsverfahren ist eine kontinuierliche Auktion mit offenem Orderbuch, das als Hit- System charakterisiert werden kann. Abschlüsse erfolgen durch elektronisches Akzeptieren (per Tastendruck) einer sichtbaren Limitorder². Die Nichtanonymität des Handels erlaubt den Marktteilnehmern auf feste Geschäftsbeziehungen mit bekannten Partnern zurückgreifen, was zu einer Minimierung der Informationsrisikokosten führt. Das wird an der NP

¹ Relativ hohe jährliche Markteintrittsgebühren aber keine zusätzlichen Kommissionen pro Abschluss tragen dazu bei.

² In diesem Fall sind die Aufträge nur im ganzen ausführbar, wodurch der Zeit-Kurs-Vorrang durchbrochen werden kann.

„RTS“ zudem durch einen überschaubaren Teilnehmerkreis unterstützt. Die Einführung von Iceberg Orders ist zu begrüßen.

Ein ergänzendes Kommunikationssystem ermöglicht die Interaktion zwischen Gegenparteien in Form von persönlichen Verhandlungen. Wer in einer Aktie handeln will, kann entweder die attraktivste¹ Limitorder zu bekannten Kurs- und Geschäftserfüllungskonditionen durch Tastendruck akzeptieren oder selbst eine Limitorder in das Handelssystem eingeben². Er kann aber auch über das Kommunikationssystem versuchen, durch vertrauliche Verhandlungen mit dem Kontrahenten bessere Konditionen auszuhandeln. Beide zuletzt genannten Alternativen können zu Kursverbesserungen führen. Sie sind insbesondere für Liquiditätsmotivierte Marktteilnehmer attraktiv, für welche die Möglichkeit eines sofortigen Abschlusses von geringerer Bedeutung ist. Bei der Einstellung einer eigenen Limitorder muss das Limit besonders bedachtsam und sorgfältig gewählt werden, was oft schwierig ist. Das Kommunikationssystem lässt jedoch auch die Teilnehmer, die unlimitierte Order erteilen, aktiv an Kursverbesserungen partizipieren³. Ob und in welchem Ausmaß eine Kursverbesserung erzielt wird, hängt jedoch vom Zutun des Auftragsgebers ab. Abschlussunsicherheit und Kursverschlechterung sind dabei nicht ausgeschlossen.

Die Möglichkeit, der Kongruenz zwischen Abschlusszeitpunkt und Zeitpunkt der kurswirksamen Limitierung durch Verhandlungen nachzugehen sowie die Personenbezogenheit der Gebote im Kommunikationssystem, können zu marktnäheren Kursen führen. Das verbessert die Chancen der Börse im Preiswettbewerb. Ungefähr die Hälfte aller Abschlüsse an der NP „RTS“ kommen durch Verhandlungen zustande⁴. Wie viele davon innerhalb der Marktspanne ausgeführt werden, ist der Autorin nicht bekannt.

Die Kompromissfindung bei der Festlegung der Abwicklungskonditionen wird durch Verhandlungen erleichtert. Erhöhte Erfüllungsrisiken mit unprivi-

¹ Die attraktivste Order an der NP „RTS“ wird nicht zwangsläufig auch die günstigste sein. Beim nicht anonymen Handel spielt die Reputation der Auftraggeber eine wichtige Rolle. Außerdem müssen die Stückgrößen sowie die angebotenen Erfüllungsbedingungen berücksichtigt werden.

² Aus den unter Fußnote 1 beschriebenen Gründen, wird die neu eingegebene Order nicht immer Marktspannen verengend sein.

³ Nicht privilegierte Informationsteilnehmer handeln ausschließlich mit Hilfe des Kommunikationssystems. Diese Zugangsbarrieren sind mit der notwendigen Minimierung der Erfüllungsrisikokosten unter dem gewählten Abrechnungs- und Abwicklungssystem zu rechtfertigen.

⁴ A. Suchorukov (Interview).

legierten Informationsteilnehmern können dabei durch die Wahl entsprechender Abwicklungsbedingungen gemindert werden.

Die Position der NP „RTS“ im Börsenwettbewerb wird stark vom gewählten Abrechnungs- und Abwicklungssystem beeinflusst. Durch die Zulassung von Leerverkäufen sowie durch die Möglichkeit der Erfüllung mit Terminoption oder mit Vorrauszahlung bzw. Vorauslieferung werden Liquiditätskosten der Handelsteilnehmern gespart. Auch die fehlende Kopplung der Geschäftserfüllung an die Geschäftsausführung erleichtert strategische Entscheidungen. Ausländische Anleger können durch die Nutzung eigener Abwicklungsstrukturen die Erfüllungsrisikokosten minimieren. Der dafür notwendige Handel in USD ist möglich, wodurch gleichzeitig Währungsrisiken beseitigt werden. Bei der Abwicklung in ausländischen Off-Shore Zonen entstehen für Anleger unter Umständen steuerliche Vorteile.

Das Hauptproblem des Handels an der NP „RTS“ sind die extrem hohen Geschäftserfüllungsrisikokosten. Diese müssen von den Marktteilnehmern selbst in vollem Ausmaß getragen werden¹. Die mehrstufigen Privilegien erhöhen dabei die Missbrauchsmöglichkeiten. Sobald Investoren den Missbrauch entdecken, reduzieren sie ihren Orderstrom und weichen an alternative Börsen aus. Wirkt die Handelsplattform nicht rechtzeitig dagegen, verliert sie dadurch dauerhaft an Liquidität².

Um die genannten Defizite stufenweise abzubauen, hat die NP „RTS“ den Handel „Zug um Zug“ eingeführt. So werden (innerhalb von drei Tagen) alle Transaktionen in USD mit den acht umsatzstärksten Aktien nach dem „Lieferung gegen Zahlung“ Prinzip ausgeführt. Die bestehenden Hauptvorteile (zulässige Leerverkäufe und Möglichkeit der Abwicklung außerhalb der RTS) werden dabei weitestgehend beibehalten. Diesen Vorteilen steht eine begrenzte Anzahl zugelassener Marktteilnehmer gegenüber. Nach Meinung der befragten Fachleute hat dieses neue Handelssegment gute Zukunftsaussichten¹.

Eine verzögerte Kurs- und Umsatzpublizität bei Blocktransaktionen ist an der NP „RTS“ nicht vorgesehen, obwohl hierdurch ein Teil der zur Zeit au-

¹ Die Börse leistet keine Geschäftserfüllungsgarantie. Ausnahme dabei ist nur der Handel in den acht umsatzstärksten Aktien mit Abrechnung in USD.

² Die Übervorteilung einiger Marktteilnehmer ist zusammen mit den besonderen Marktzulassungskriterien insbesondere bei der Nichteinhaltung des „Lieferung gegen Zahlung“ Prinzips für die Minimierung der Erfüllungsrisikokosten notwendig.

ßerbörslich verlaufenden Blocktransaktionen an die Börse zurückgeholt werden könnte.

4.2.2 Offene Aktiengesellschaft „Wertpapierbörse RTS“

4.2.2.1 Marktteilnehmer

Handelsteilnehmer der oAG „RTS“ sind Broker und (oder) Dealer und (oder) Wertpapierverwalter, die eine entsprechende Lizenz besitzen. Die Marktzugangsverordnung der oAG „RTS“ sieht keine zusätzlichen Voraussetzungen vor. Zugang haben auch Nicht-Mitglieder der NP „RTS“². Gegenwärtig sind 138 Handelsteilnehmer zugelassen³, die im eigenen Namen Transaktionen auf eigene und (oder) fremde Rechnung tätigen. Unter den zugelassenen Marktteilnehmern befinden sich auch 21 Aktionäre der Börse⁴. Diese haben einen wesentlichen Einfluss auf die Ausgestaltung der Handelsorganisation. Die offiziellen Vertreter der Handelsteilnehmer sind berechtigt, Aufträge in das Handelssystem einzustellen und Wertpapiergeschäfte abzuschließen. Private Anleger haben (als Kunden von zugelassenen Internet-Brokern) ebenfalls einen direkten Zugang zum Aktienhandel. Die Verantwortung für die Richtigkeit der eingestellten Aufträge liegt bei den zugelassenen Handelsteilnehmern.

Um den Handel mit ausgewählten weniger liquiden Aktien⁵ attraktiver zu gestalten, wurden an der oAG „RTS“ s.g. „Specialists“ integriert. Gegenwärtig sind 15 große und erfahrene Marktteilnehmer auf Vertragsgrundlage mit der Börse als verpflichtete Liquiditätsanbieter tätig. Specialists können Eigenhandel betreiben sowie Kundenaufträge in das System eingeben⁶. Wel-

¹ Quelle: Interviews

² Handelsteilnehmerzulassungsordnung der oAG „RTS“ vom 03.11.04. Web-Site der Börse <http://www.oaorts.ru>. Stand vom 21.01.05.

³ Handelsteilnehmerliste der oAG „RTS“: Web-Site der Börse. Stand vom 14.09.05.

⁴ Die Aktionäre der AG „RTS“ sind die größten professionellen Teilnehmer des organisierten Wertpapierhandels in der RF. Ihr Umsatzanteil liegt bei fast 80% am gesamten Börsenumsatz des Landes. Unter ihnen sind auch die fünf größten Internet-Broker der RF. Web-Site der Börse. Stand vom 14.09.05.

⁵ Es handelt sich um Aktien von Unternehmen, die nach Analystenmeinung ein Wachstumspotenzial haben. Diese Titel sind nicht in den Handelslisten der oAG „RTS“ zugelassen.

⁶ Die Bezeichnung „Marketmaker“ wird absichtlich vermieden. Gemäß Verordnung der FFMS dürfen Marketmaker nur auf eigene Rechnung Wertpapiergeschäfte vornehmen (siehe Abschnitt 3.3).

che Titel (welchen Emittenten) von welchen Spezialisten und unter welchen Bedingungen betreut werden, entscheidet die Geschäftsführung der oAG „RTS“ in Anlehnung an Empfehlungen des s.g. „Börsenmarktkomitees“¹. Diese Arbeitsgruppe setzt sich aus Börsenmitarbeitern und Vertretern der aktivsten Handelsteilnehmer, die gleichzeitig oft auch Specialists sind, zusammen.

4.2.2.2 Handelsregime

An der oAG „RTS“ existiert seit November 2004 ein Kassamarkt vor allem für Aktien². Der Handel verläuft in einem Handelsregime.

Im Sommer 2005 wurde auch der Handel mit Derivaten am Wertpapierterminmarkt FORTS von der NP „RTS“ übernommen.

4.2.2.3 Strukturen und Abläufe des Handels³

Für den Preisbildungsprozess sind an der oAG „RTS“ zwei Ordertypen zugelassen:

- Limitorder und
- Marktorder.

Durch zusätzliche Ausführungsbedingungen und Handelsbeschränkungen können *Orders* weiter spezifiziert werden:

- Eine *Immediate-or-Cancel Order* wird sofort und vollständig oder soweit wie möglich ausgeführt. Nicht ausgeführte Teile einer derartigen Order werden ohne Aufnahme in das Orderbuch gelöscht.
- Eine *Fill-or-Kill Order* wird entweder vollständig oder gar nicht ausgeführt. Wenn eine sofortige vollständige Ausführung nicht möglich ist, wird die Order ohne Aufnahme in das Orderbuch gelöscht.

¹ Das Börsenmarktkomitee hat unter anderem das Ziel, die Liquidität der weniger nachgefragten Titel zu erhöhen.

² An der Börse sind nur wenige Anleihen (11) und Anteilsscheine an Investitionsfonds (8) notiert. Web-Site der Börse <http://www.oaorts.ru>. „Liste der gehandelten Instrumente“. Stand vom 14.09.05.

³ Die in Abschnitt 4.2.2 enthaltenen Informationen wurden der oAG „RTS“ Handelsordnung vom 03.11.04, der Handelsteilnehmerzulassungsordnung vom 03.11.04, der Wertpapierzulassungsordnung vom 23.06.05 sowie weiteren Links der RTS Web-Site <http://www.oaorts.ru> entnommen. Ergänzend wurden Erkenntnisse im Rahmen der durchgeführten Interviews mit RTS Mitarbeitern und RTS Handelsteilnehmern gewonnen.

- Eine *Schlusshandels Order* ist unlimitiert und nur für die Schlusshandelsphase gültig.
- Eine *Stop Limitorder* kann zur Unterstützung von Handelsstrategien eingesetzt werden. Ihre Ausführung ist nur nach Erreichen eines Kurslimits (Stop Limits) möglich. Sobald das vorgegebene Stop Limit erreicht ist, wird die Stop Order automatisch als limitierte Kauf- bzw. Verkaufsoffer in das Orderbuch gestellt.

Markttorders sind nach der RTS-Börsenordnung immer *Immediate-or-Cancel Orders*.

Alle Orders sind maximal für einen Handelstag gültig.

An der oAG „RTS“ sind nur Round Lots zum Handel zugelassen. Der Mindestschluss beträgt in Abhängigkeit vom Preis eine oder seltener 100 Aktien¹. Der Handel mit Odd Lots ist am letzten Handelstag der Woche zum Ende des fortlaufenden Handels möglich. Während der letzten 10 Minuten des fortlaufenden Handels können sowohl Odd Lot Orders (nicht kleiner als eine Aktie) als auch Round Lot Orders in das Handelssystem eingegeben werden².

Die Mindestkursabstufung wird für jede Aktie individuell bestimmt. Sie kann 0,01 RUR oder weniger sein³.

Es wird in einheimischer Währung (RUR) limitiert und auch gehandelt.

Der Aktienhandel per Kassa findet ganztägig in der Zeit zwischen 10:15 und 19:00 Uhr statt und beginnt mit einer Vorhandelsphase, an welche sich die Haupthandelsphase und daran der Schlusshandel anschließen.

Während der *Vorhandelsphase* (zwischen 10:15 und 10:30 Uhr) besteht für die Marktteilnehmer die Möglichkeit, limitierte Aufträge zur Vorbereitung des Handels einzugeben sowie Orders zu ändern und zu löschen. Während dieser Zeit ist das Orderbuch vollständig geöffnet.

¹ Bei Aktien, die auch an der MICEX notiert sind, entsprechen die an der oAG „RTS“ gewählten Mindestschlussgrößen den Parametern der gAG „MICEX“.

² Falls die Abschlüsse mit den verbliebenen Orderspitzen für die Besitzer der Round Lots unerwünscht sind, müssen diese den fortlaufenden Handel an diesem Handelstag 10 Minuten früher beenden und alle nicht ausgeführten Aufträge im Orderbuch löschen.

³ Die Entscheidungen über die Mindestschlussgröße und die Mindestkursabstufung werden von der Geschäftsführung der Börse getroffen.

In der *Haupthandelsphase* vom 10:30 bis 18:45 Uhr wird zu Einzelkursen gehandelt. Für den fortlaufenden Handel sind limitierte Orders und unlimitierte Orders zugelassen. Teilnehmer sehen alle Gebote und die damit verbundenen Stückzahlen sowie den je Limit kumulierten Orderfluss auf ihren Handelsschirmen. Insofern kann man von einem offenen Orderbuch sprechen. Die Identität des Auftragsgebers wird jedoch nicht bekannt gegeben. Abschlüsse kommen elektronisch in einer Doppelauktion zustande. Die Ausführung erfolgt nach Kurs-Zeit-Vorrang. Nach der Zusammenführung zweier Orders erhalten die Kontrahenten eine Ausführungs- und Geschäftsbestätigung.

Für die Liquidität und die Preisqualität beim fortlaufenden Handel in bestimmten weniger liquiden Aktien (gegenwärtig sind das 38 Aktien der 27 Emittenten¹) wird von den Specialists gesorgt. Diese Liquiditätsanbieter sind verpflichtet, gleichzeitig ihre Geld- und Briefkurse in das Handelssystem einzustellen und stets zu angegebenen Quoten zu handeln. Die Aufträge der Specialists werden nicht speziell gekennzeichnet. Pro Wertpapier gibt es zwei oder mehrere Specialists, so dass der Wettbewerb zwischen den Liquiditätsanbietern gewährleistet wird. Die Limitorders anderer Handelsteilnehmer konkurrieren mit den quotierten Preisen der Specialists.

In Abhängigkeit von der Liquidität der jeweiligen Wertpapiere, stellt die oAG "RTS" differenzierte Anforderungen hinsichtlich des Mindestvolumens, der maximalen Werte der Geld-Brief-Spanne¹ und der minimalen Einstelldauer im Orderbuch. Die genannten Kriterien dienen gleichzeitig als Indikatoren für die Performance des jeweiligen Specialists. Bei Nichteinhaltung der Qualitätsanforderungen kann der Vertrag mit dem Specialist durch die Börse aufgehoben werden. Als Gegenleistung für die Einstellung von Quoten und die Erfüllung von Qualitätsanforderungen erhält der Specialistst von der Börse eine Vergütung. Die Höhe dieser Prämie wird nicht veröffentlicht.

Auf der Basis aller während der Haupthandelsphase abgeschlossenen Geschäfte wird für jeden gehandelten Titel ein „Durchschnittskurs des Handelstages“ als gewichteter Mittelwert errechnet. Er dient als Referenzkurs für den Schlusshandel, in dem eine unselbständige Kursfeststellung, analog

¹ Web-Site der Börse. Stand vom 14.09.05.

zur Vorgehensweise im Schlusshandel an der oAG „MICEX“ (siehe Abschnitt 4.1.3) – stattfindet. Im Gegensatz zum Schlusshandel an der MICEX ist das Orderbuch an der oAG „RTS“ vollständig geöffnet². Zwischen 18:45 und 19:00 Uhr haben die Marktteilnehmer die Möglichkeit, *Schlusshandels-Orders* in das Handelssystem einzugeben. Diese werden zu einem aus dem fortlaufenden Handel importierten Referenzkurs am Ende des Schlusshandels unter Einhaltung des Zeitvorrangs kompensiert³. Während des Schlusshandels finden nur sehr wenige Abschlüsse statt.

Alle Abschlussdaten werden im Handelssystem ohne Verzögerungen veröffentlicht und automatisch für die Geschäftsabwicklung erfasst.

Die Geschäftserfüllung ist an der oAG „RTS“ an die Ausführung gekoppelt. Die Erfüllung erfolgt innerhalb der RTS-Infrastrukturen am gleichen Handelstag nach dem „Lieferung gegen Zahlung“ Prinzip. Leerverkäufe sind nicht zulässig. Geld und Wertpapiere müssen vor dem Handelstag deponiert werden⁴.

Ein Kommunikationssystem ergänzt den vollelektronischen Handel an der oAG „RTS“. Geschäfte⁵, die im Ergebnis persönlicher Verhandlungen (z.B. telefonisch) zwischen zwei zugelassenen Handelsteilnehmern zustande gekommen sind, können in der Zeit zwischen 10:30 und 18:45 Uhr in das System eingegeben und abgewickelt werden. Die Funktionen „*adressierte Offerte*“ und „*Abschlussbestätigung*“ unterstützen diese Möglichkeit. Analog zum „Handelsregime auf Verhandlungsbasis“ der MICEX signalisiert eine adressierte Offerte die verbindliche Bereitschaft eines Handelsteilnehmers, mit dem genannten Kontrahenten in einer bestimmten Aktie zu angegebenen Konditionen zu handeln. Eine adressierte Offerte ist nicht anonym und nur für den Kontrahenten sichtbar. Die Mindestschlussgröße kann dabei frei gewählt werden. Abschlüsse kommen zustande, wenn der Kontrahent die adressierte Offerte durch Tastendruck in vollem Umfang bis zum Ende des Handelstages akzeptiert, d.h. die Abschlussbestätigung erteilt. Hier ist die 100% Deckung in Geld und Wertpapieren nicht immer notwendig. Leerver-

¹ Es sind Marktspannen von 0,3 bis 1% je nach Aktie vorgesehen. Web-Site der Börse. Stand vom 14.09.05.

² Die Identität des Auftragsgebers wird nicht offen gelegt.

³ Im Überhangsfall werden früher eingestellte Aufträge erfüllt.

⁴ Funktionierende Repo-Geschäfte unterstützen den gewählten Abwicklungsprozess.

⁵ Nur mit an der oAG „RTS“ notierten Werten.

käufe sind zulässig. Die Geschäftserfüllung mit oder ohne Terminoption erfolgt nach dem „Lieferung gegen Zahlung“ Prinzip. Die Abwicklung kann bis zu 30 Tage dauern.

4.2.2.4 Würdigung der oAG „RTS“

Aufgrund der ähnlichen Marktarchitektur wird die oAG „RTS“ als Hauptkonkurrent der gAG „MICEX“ angesehen¹. Bei detaillierter Betrachtung werden jedoch Unterschiede in der Marktarchitektur beider Börsen deutlich. So gibt es z.B. an der oAG „RTS“ keine Eröffnung zu Gesamtkursen. Das Orderbuch ist in allen Handelsphasen vollständig geöffnet². Für den Handel mit Odd Lots sind an der oAG „RTS“ nur 10 Minuten pro Woche vorgesehen³. Positiv zu beurteilen ist die Zulassung von Stop Limitorders.

Der größte Unterschied liegt jedoch in der Organisation des Handels mit umsatzschwachen Aktien. Eine besondere Politik für kleine und mittlere Unternehmen wird an der gAG „MICEX“ nicht verfolgt. In Russland herrscht die Befürchtung, dass ein Markt für „small caps“ noch nicht gegeben ist und das die MICEX diese Titel eher weiter verdrängen wird. Wohl aus diesem Grund und als Versuch eine eigene Marktnische zu finden, hat sich die oAG „RTS“ für den Ausbau des Handels mit Titeln von kleineren Unternehmen entschieden. Ein erklärtes Ziel der oAG „RTS“ ist die Entwicklung einer geeigneten Handelsplattform für Nebenwerte⁴.

Bedingt durch die geringe Anzahl ausstehender Aktien und einen hohen Festbesitzanteil gelangen beim Handel in illiquiden Aktien nur wenige Orders an die Börse. Dies erschwert eine regelmäßige Preisermittlung. Um den Handel kleinerer Werte¹ zu beleben, sorgen an der oAG „RTS“ verpflichtete Specialists für eine Zusatzliquidität und eine Preisqualität dieser Titel. Die Gebote aus dem Publikum konkurrieren dabei mit quotierten Preisen verpflichteter Liquiditätsanbieter und sorgen für eine nicht prognostizierbare Variation der Gegenparteien, was zu marktnahen Kursen führt und

¹ Das Handelsverfahren der oAG „RTS“ kommt ebenfalls den Bedürfnissen inländischer Anleger bei Transaktionen mit normalem Umfang entgegen und ist für den anschließenden Internethandel geeignet.

² Die Identität des Auftragsgebers wird nicht offen gelegt.

³ Der Handel mit Orderspitzen ist im Kommunikationssystem jederzeit möglich.

⁴ Web-Site der oAG „RTS“ <http://www.oaorts.ru>.

die Specialists diszipliniert. Ein offenes Orderbuch trägt dazu bei. So werden beim Handel in umsatzschwachen Aktien Elemente des Händlermarktes in die Grundstruktur des Auktionsmarktes integriert.

Der Handel zu Gesamtkursen, der in der Literatur für den Handel mit Nebenwerten als besonders geeignet gilt, existiert an der oAG „RTS“ nicht.

Trotz des zur Zeit vergleichsweise niedrigen Umsatzanteils der oAG „RTS“ am gesamten Aktienhandel in der RF (siehe Abbildung 7 im Abschnitt 3.4) spricht einiges dafür, dass diese Handelsplattform in Zukunft an Bedeutung gewinnen wird. Es ist zu erwarten, dass der Handel mit ausgewählten weniger liquiden und nach Meinung von Analysten oft unterbewerteten Aktien, Erfolg haben wird. Schon heute ist der Umsatzanteil der nicht in die Handelslisten aufgenommenen Aktien am Aktienhandel der oAG „RTS“ bemerkenswert groß (c.a. 50%)². Die Aktionäre der oAG „RTS“, die gleichzeitig die größten Wertpapierhändler in der RF sind, haben nicht nur ein natürliches Interesse, sondern auch die Möglichkeiten, diesen Prozess aktiv zu beeinflussen³.

¹ Zurzeit handelt es sich um 38 ausgewählte Aktien, die nach Meinung der Börse ein Potenzial besitzen.

² Web-Site der oAG „RTS“ <http://www.oaorts.ru>.

³ Die zur Verfügung stehende Kombination zwischen dem Kassa Handel an der oAG „RTS“, dem Terminhandel am FORTS und dem Handel mit GasProm Aktien an der NP „SPB“ ermöglicht flexible Handelsstrategien der Marktteilnehmer und stellt somit einen wichtigen Vorteil der oAG „RTS“ im Qualitätswettbewerb dar.

5 ZUSAMMENFASSENDE VERGLEICH DER BÖRSEN MICEX UND RTS UND SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die vorangegangene Beschreibung der einzelnen Handelsverfahren sowie ihre Würdigung gestatten einen zusammenfassenden Vergleich der in der RF bestehenden Börsenmarktarchitekturen. Die Strukturelemente der gAG „MICEX“, der NP „RTS“ und der oAG „RTS“ wurden in *Tabelle 1* auf der folgenden Seite gegenübergestellt.

Die Schlussfolgerungen basieren auf den in Kapitel 2 herausgearbeiteten theoretischen Grundlagen der Marktstrukturtheorie und den Erfahrungen internationaler Börsen.

Bei der Wahl der Grundstruktur wurde von allen drei Börsen die tendenzielle Überlegenheit des Agentenauktionsmarktes erkannt¹. Der ordergetriebene elektronische Wertpapierhandel hat sich an allen beschriebenen russischen Börsen durchgesetzt. Die Vorteile einer Mischform zwischen unterschiedlichen Grundstrukturen bzw. der Integration von Strukturelementen eines Händlermarktes in einen Agentenauktionsmarkt beim Handel mit umsatzschwachen Werten wurden nur von der oAG „RTS“ genutzt.

Der Handel zu Gesamtkursen, der sich besonders für den Handel mit Nebenwerten, die Durchführung kleinerer Transaktionen sowie für Blocktransaktionen anbietet, existiert an den betrachteten russischen Börsen nicht bzw. spielt im Grundhandelsregime der gAG „MICEX“ kaum eine Rolle.

Das offene Orderbuch, dessen Leistungsfähigkeit in der Literatur allgemein positiv beurteilt wird, ist an beiden RTS Börsen installiert. Im Grundhandelsregime der gAG „MICEX“ existiert ein teilweise geschlossenes Orderbuch, was beim Handel in umsatzstarken Werten nachvollziehbar ist.

¹ An der MICEX und der oAG „RTS“ können Anleger auch direkt über das Internet handeln.

Tabelle 1 - Vergleichende Zusammenfassung der Strukturmerkmale der wichtigsten russischen Börsen

Handelsregime / Strukturmerkmale	Handelsregime auf Verhandlungsbasis (Nebenhandelsregime)		NP * RTS*	oAG * RTS*
	"Grundhandelsregime"	gAG "Wertpapierbörse MICEX"	"Nicht anonymes Handelsregime"	Handelsregime
Grundstruktur	Agentenauktionsmarkt		Agentenauktionsmarkt	Agentenauktionsmarkt
Handelsfrequenz	fortlaufender Handel zu Einzelkursen Eröffnung zu Gesamtkursen / Schlusshandel zum Referenzkurs		fortlaufender Handel zu Einzelkursen	fortlaufender Handel zu Einzelkursen Schlusshandel zum Referenzkurs
Auftragsarten	Limitorder Marktorder Schlusshandelsorder		Limitorder (darunter Iceberg Order) Marktorder <i>adressierte Offerte im Kommunikationssystem</i>	Limitorder (darunter Stop Order) Marktorder Schlusshandelsorder <i>adressierte Offerte und Abschlussbestätigung im Kommunikationssystem</i>
Orderbuchtransparenz	20 beste Gebote (10 Geld- und 10 Briefkurse) und akkumulierter Orderfluss je Limit im fortlaufenden Handel geschlossenes Orderbuch bei der Eröffnung		offenes Orderbuch <i>Adressierte Offerten sind nur für den entsprechenden Kontrahent sichtbar</i>	offenes Orderbuch <i>Adressierte Offerten sind nur für den entsprechenden Kontrahenten sichtbar</i>
Anonymitätsgrad	anonym		nicht anonym	anonym <i>(nicht anonym im Kommunikationssystem)</i>
Reputationsaufbau von Handelsteilnehmern	nicht möglich		möglich	nicht möglich <i>(möglich im Kommunikationssystem)</i>
Kurs- und Umsatzpublizität	unmittelbar nach dem Abschluss		optional	unmittelbar nach dem Abschluss
Mindestschluss	100 Aktien oder 1 Aktie		5.000 USD für gelistete Aktien und 10.000 USD für "Top-10" Aktien sowie 15.000 USD für Prime-Broker (Lotgröße: 5.000 oder 1.000 oder 100 Aktien je nach Wert des WP) im Kommunikationssystem 5.000 oder 1.000 oder 100 Aktien je nach Wert des WP	100 Aktien oder 1 Aktie <i>(im Kommunikationssystem unbegrenzt)</i>
Möglichkeit des Handels mit Odd Lot Orders	täglich von 17:00 bis 19:05 mit einem extra Orderbuch		nicht möglich	von 18.35 bis 18:45 am letzten Handelstag der Woche <i>(jederzeit im Kommunikationssystem)</i>
Mindestkursabstufung	je nach WP (0,01 RUR oder 0,001 RUR)		nicht bestimmt	je nach WP (0,01 RUR oder 0,001 RUR)
Handelsteilnehmer	Handelsteilnehmer		Prime-Broker Vollregimeteilnehmer Standardregimeteilnehmer Informationsregimeteilnehmer	Handelsteilnehmer Specialists
Privilegien zwischen zugelassenen Handelsteilnehmern	nicht vorhanden		vorhanden	nicht vorhanden
voll ausgebaute zweite Bietsstufe	nicht vorhanden		nicht vorhanden	nicht vorhanden
Internet- Handel für Anleger	möglich		nicht möglich	möglich
Handelswährung	RUR		USD (80%) und RUR	RUR
Währung der Quotierung	RUR		USD	RUR
Handelszeit	10:15 - 10:30 Eröffnung 10:30 - 18:45 Haupthandelsphase 18:45 - 19:00 Schlusshandel		10:30 - 18:45	10:15 - 10:30 Vorhandelsphase 10:30 - 18:45 Haupthandelsphase 18:45-19:00 Schlusshandel <i>(10:30-18:45 im Kommunikationssystem)</i>
Abwicklungsform	Zug um Zug (T+0)		Zug um Zug ohne Terminoption (T+3) oder mit Terminoption (bis zu T+30) oder Erfüllung mit Vorauslieferung bzw. Vorauszahlung	Zug um Zug (T+0) <i>(Zug um Zug mit Terminoption (bis zu T+30) im Kommunikationssystem)</i>
Leerverkäufe	nicht zulässig		zulässig	nicht zulässig <i>(zulässig im Kommunikationssystem)</i>
Abwicklung außerhalb der Börseinfrastruktur	nicht möglich		möglich	nicht möglich

Die "gelb" hervorgehobenen Strukturmerkmale entsprechen den

ausgewählten Schwerpunkten

Quelle: ei ene Darstellun

Mikrostrukturelemente, die den Reputationsaufbau erlauben, sind an allen drei Börsen durch die Offenlegung der Identität des Auftragsgebers im Kommunikationssystem vorhanden. Die Interaktion der Handelsteilnehmer, die den elektronischen Handel ergänzt, eröffnet den Weg zu Kursverbesserungen und führt zu einer höheren Servicequalität aller beschriebenen Börsen. Eine voll ausgebaute zweite Bietstufe existiert in der Russischen Föderation nicht.

Es bleibt die Frage, ob die Börsenorganisatoren Russlands den Bedürfnissen der verschiedenen Anlegergruppen entgegenkommen und folglich inwieweit die gewählten Grund- und Mikrostrukturen für den internationalen Wettbewerbsverlust des Finanzplatzes „Russland“ mitverantwortlich sind¹.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Handlungsspielraum der Börsen durch die gesetzlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen eingeschränkt ist.

Die gAG „MICEX“ sowie die NP „RTS“ und die oAG „RTS“ sprechen jede für sich unterschiedliche Anlegergruppen an. *Inländische Privatanleger* werden vor allem durch das Grundhandelsregime der gAG „MICEX“ (beim Handel in „blue chips“)² sowie durch die oAG „RTS“ (auch beim Handel in perspektivischen Nebenwerten) angesprochen. Das zur Zeit mangelhaft ausgenutzte Marktpotenzial heimischer Kleinanleger könnte zu einer Umsatzsteigerung der russischen Börsen beitragen. Das Hauptproblem an der gAG „MICEX“ ist jedoch die fehlende Förderung des Handels mit umsatzschwachen Werten. Die beschränkte Handelsmöglichkeit mit Odd Lots ist an beiden Börsen negativ zu beurteilen.

Für die Bedürfnisse *institutioneller inländischer Anleger* scheint die gAG „MICEX“ im Nebenhandelsregime besonders geeignet zu sein. Gleichwohl bestehen dort Defizite in der Servicequalität. Der Handel mit weniger liquiden Aktien muss weiterentwickelt werden¹. Hierin liegt für die Portfoliodiversifikation eine große Bedeutung. Die für Blocktransaktionen wichtige verzö-

¹ Ohne entsprechende empirische Untersuchungen hinsichtlich der Auswirkungen unterschiedlicher marktorganisatorischer Gestaltungsmöglichkeiten eines Handelsverfahrens auf das Marktergebnis kann diese Frage für die RF nicht abschließend beantwortet werden. Deswegen können diesbezüglich nur Vermutungen angestellt werden, die auf den Erkenntnissen der Marktmikrostrukturtheorie basieren.

² Das Nebenhandelsregime ist dafür eine wertvolle Ergänzung.

gerte Kurs- und Umsatzpublizität existiert an keiner der beschriebenen Börsen. Eine institutionalisierte zweite Bietstufe würde vor allem den anspruchsvollen Anlegern entgegenkommen.

Die Zahl der institutionellen Anleger in der RF steigt tendenziell. Hierin liegt ein enormes Marktpotenzial für die russischen Börsen, welches durch nicht rechtzeitiges Reagieren ins Ausland verlagert werden könnte.

Ausländische institutionelle Anleger mit Interesse an russischen Wertpapieren werden in der RF überwiegend an der NP „RTS“ bedient. An dieser Börse fehlen jedoch ausreichende Schutzmechanismen gegen unerwünschte Kurseffekte bei Blocktransaktionen sowie eine voll ausgebaute zweite Stufe des Wettbewerbs. Die vielfältigen Privilegien einiger Handelsteilnehmer benachteiligen die Interessen der anderen und machen die Marktarchitektur teilweise unüberschaubar. Ausschlaggebend für die Wahl der Handelsplattform bleibt die fehlende Geschäftserfüllungsgarantie. Die Gründe dafür liegen im Abrechnung- und Abwicklungssystem der oAG „RTS“. Defizite in den gesetzlichen Rahmenbedingungen sowie die allgemeine Unterentwicklung der Kapitalmarktinfrastruktur in der Russischen Föderation halten ausländische institutionelle Anleger ebenfalls zurück.

Die Börsenorganisation hat einen hohen Einfluss auf die Funktionsfähigkeit von Wertpapiermärkten. Der Wettbewerb findet jedoch nicht nur auf der Ebene der angebotenen Dienstleistungen statt, sondern auch auf der Ebene der gesetzlichen Rahmenbedingungen. Die uneingeschränkte Mobilität des Kapitals macht ehemalige Standortvorteile von nationalen Börsen wertlos. Um eine s.g. Regulierungsarbitrage zu verhindern, ist der Gesetzgeber gezwungen, ein wettbewerbsadäquates rechtliches Umfeld zu schaffen. Anderenfalls bürdet er dem heimischen Kapitalmarkt und damit der gesamten Wirtschaft unvermeidbare Standortnachteile auf. Die Wiederbelebung der Primär- und Sekundärmärkte für Aktien russischer Unternehmen erfordert darüber hinaus eine aktive Mitwirkung von Banken, Wertpapierhäusern, privaten wie institutionellen Anlegern sowie Emittenten und Emissionshäu-

¹ Das Nebenhandelsregime verspricht gewisse Vorteile beim Handel in weniger liquiden Aktien. Allerdings muss dafür erst eine Nachfrage entstehen.

sern. Zu diesem Zweck müssen in Zukunft Anstrengungen über den börslichen Rahmen hinaus unternommen werden.

Eine abschließende Bewertung fällt schwer. Der Prozess der Herausbildung eines funktionierenden Kapitalmarktes in Russland ist noch nicht abgeschlossen. Einerseits sind Fortschritte nicht zu verkennen, andererseits wurden Defizite offenbar. In jedem Fall dürfte das Ergebnis ein originär russischer Kapitalmarkt sein.

LITERATUR- UND QUELLENVERZEICHNIS

I. Deutsch- und englischsprachige Literatur

- Bagniewski, Olgierd, und Andreas Männicke*
Go East - Die Ostbörsen kommen. Hamburg 1992.
(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften: 22 / 427)
- Booth, G. Geoffrey, Peter Iversen, Salil K. Sarkar, Hartmut Schmidt und Allan Young*
Market structure and bid-ask spreads: IBIS vs. NASDAQ. In: The European Journal of Finance, 5. Jg. 1999, S. 51-71.
(HWWA: Y 6471)
- Bürger, Alfred*
(Deutsche Börse AG, zuständig für Ost- und Mitteleuropa)
Interesse der Anleger wächst. Interview in: Ost-West-Contact, 9. Jg. 2002, S. 53-56.
(HWWA: Y 5580)
- Cohen, Kalman J., Steven F. Maier, Robert A. Schwartz und David K. Whitcomb*
Transaction costs, order placement strategy and existence of the bid-ask spread. In: Journal of Political Economy, Vol. 89 (1981), S. 287-305.
(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 11 / 255)
- Deutsche Börse*
XETRA Release 7.1 Marktmodell Aktien, Deutsche Börse (Hrsg.), Frankfurt am Main 2004.
(Web-Site der Deutschen Börse <http://www.deutsche-boerse.com>)
- Gerke, Wolfgang*
Gerke-Börsen-Lexikon. -1.Aufl.- Wiesbaden 2002
(Staats- und Universitätsbibliothek Hamburg: 22/1651)
- Gerke, Wolfgang (Hrsg.)*
Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens. Stuttgart 1995.
(Staats- und Universitätsbibliothek Hamburg: Y / 7094: 6.1995)
- Gerke, Wolfgang , Horst Bienert und Uwe Schroeder-Wildberg*
Orderbuchtransparenz bei homogenem Informationsangebot - eine experimentelle Untersuchung. In: Kredit und Kapital, 28. Jg. (1995), S. 227-266.
(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 11/36)
- Harris, Larry*
Trading and Exchanges. Market Microstructure for Practitioners. Oxford 2003.
(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 22/1656)
- Hopt, Klaus J. (Hrsg.)*
Börsenreform: eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung. Stuttgart 1997.
(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 22/893)

- Madhavan, Ananth, und George Sofianos*
An empirical analysis of NYSE specialists trading. In: Journal of financial economics, 48. Jg. 1998, H. 2, S. 189-210.
 (HWWA: Z 1148a)
- Männicke, Andreas*
Finanzierung über den Kapitalmarkt: Russische Unternehmen an internationalen Kapitalmärkten - welche Chancen bieten sich Emittenten und Investoren. In: Ost-West-Contact, 11. Jg. 2002, S. 38-41.
 (HWWA: Y 5580)
- Oesterhelweg, Olaf*
Anlegerorientierte Handelsverfahren für den deutschen Aktienmarkt. Wiesbaden 1998.
 (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 9/46775)
- Pagano, Marko, und Ailsa Röell*
Trading systems in European stock exchanges: Current performance and policy options. In: Economic Policy, Vol. 5 (1990), S. 63-115.
 (HWWA: Z 974b)
- Pagano, Marko, und Benn Steil*
Equity trading I: The evolution of European trading systems. In: Benn Steil et al. (Hrsg.), The European equity markets. London und Kopenhagen 1996, S. 1-58.
 (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 9/43934)
- Schiereck, Dirk*
Internationale Börsenplatzentscheidungen institutioneller Investoren. Wiesbaden 1995.
 (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg 22/688)
- Schmidt, Hartmut*
Börsenorganisation zum Schutze der Anleger. Tübingen 1970.
 (Staats- und Universitätsbibliothek Hamburg: 70 U 1804)
- Schmidt, Hartmut*
Bericht über die Untersuchung „Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt“. Brüssel und Luxemburg 1977.
 (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 9/5180)
- Schmidt, Hartmut*
Marktorganisationsbestimmte Kosten und Transaktionskosten als börsenpolitische Kategorien. In: Kredit und Kapital, 16, Jg. (1983), S. 184-204.
 (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 11/306)

Schmidt, Hartmut

Wertpapierbörsen: Strukturprinzip, Organisation, Kassa- und Terminmärkte. München 1988.

(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg:
12/3192)

Schmidt, Hartmut

Die Rolle der Regionalbörsen am deutschen Kapitalmarkt heute und morgen. In: Kredit und Kapital, 25. Jg. (1992), S. 110-134 (Teil 1), S. 233-258 (Teil2).

(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg:
11/306)

Schmidt, Hartmut, Michael Schleef und André Küster Simič

Warentest für Handelsplattformen - Zur Anlegerfreiheit am Aktienmarkt. In: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 2. Jg. (2001), S. 69-140.

(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg:
11/1380)

Schmidt, Hartmut, Olaf Oesterhelweg und Kai Treske

Deutsche Börsen im Leistungsvergleich - IBIS und BOSS-CUBE. In: Kredit und Kapital, 29. Jg. (1996), S. 90-122.

(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg:
11/306)

Schmidt, Hartmut, Olaf Oesterhelweg und Kai Treske

Der Strukturwandel im Börsenwesen. Wettbewerbstheoretische Überlegungen und Trends im Ausland als Leitbilder für den Finanzplatz Deutschland. In: Kredit und Kapital, 30. Jg. (1997), Nr. 3, S. 369-411.

(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg:
11/306)

Schmidt, Hartmut, Peter Iversen und Kai Treske

Parkett oder Computer? In: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 5. Jg. (1993), S. 209-221.

(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg:
11/1380)

Schmidt, Hartmut, und André Küster Simič (1999a)

Kursverbesserung und Orderbuchtransparenz. In: Sparkasse, 116. Jg. (1999), Nr. 11, S. 524-532.

(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg:
11/470)

Schmidt, Hartmut, und André Küster Simič (1999b)

Orderbuchtransparenz, Abschlussunsicherheit und Bietverhalten. In: Die Betriebswirtschaft, 59. Jg. (1999), Nr. 2, S. 221-239.

(HWWA: Z 351)

- Schmidt, Hartmut, und André Küster Simič
Zur Theorie der Geld-Brief-Spanne auf Anlegerauktionsmärkten: der Einfluss der Orderbuchtransparenz auf die Abschlussunsicherheit. In: Francke, Hans-Hermann, Ketzel, Eberhart und Kotz, Hans-Helmut (Hrsg.), *Finanzmärkte im Umbruch, Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 15, Berlin 2000, S. 137-172.*
 (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 9/51517)
- Schmidt, Hartmut, und Peter Iversen
Automating German equity trading: Bid-ask spreads on competing systems. In: *Journal of financial services Research, vol. 6 (1992), S. 373-397.*
 (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 11/1574)
- Schmidt, Hartmut, und Stefan Prigge
Börsenkursbildung. In: Wolfgang Gerke und Manfred Steiner (Hrsg.), *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens. 2. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 311-321.*
 (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 22/960)
- Schmidt, Reinhard. H., Andreas Hackethal und Valentin Marinov
Bankenmärkte Mittel- und Osteuropas(II): Russland - Systemrisiken noch nicht überwunden. In: *Die Bank, 4, Jg. 2003, S. 223-227.*
 (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 11/51)
- Schramm, Hans- Joachim
Kapitalmarktrecht in der Russischen Föderation. Dissertation an der Universität Köln. 1998.
 (Staats- und Universitätsbibliothek Hamburg: 98 U 8220)
- Schwartz, Robert A.
Equity markets. Structure, trading and performance. New York, NY 1988.
 (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 22/168)
- Schwartz, Robert A.
Reshaping the equity markets. New York, NY 1991.
 (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 9/37566)
- Stoll, Hans R.
Principles of trading market structure. In: *Journal of Financial Services Research, vol. 6 (1992), S. 75-107.*
 (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg: 11/1574)

Stoll, Hans R.

Market Microstructure. In: Constantinides, M. George, Harris, Milton und Rene M. Stulz (Hrsg.), Handbook of economic of finance. Vol. 1A. Corporate Finance, Amsterdam 2003, S. 553-604.

(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg:
22/1724-1,1)

Theissen, Erik

Organisationsformen des Wertpapierhandels: Gesamtkursermittlung, kontinuierliche Auktion und Market-Maker-System. Wiesbaden 1998.

(Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg:
22/1061)

II. Russischsprachige Literatur

Aleksejew, Michail J.

Rynok cennyh bumag (Wertpapiermarkt), Moskau 1992.

Durjagin, Vladimir

Nalogooblozenije dohodov fizicheskich liz: novyj god- novyje problemy? (Besteuerung natürlicher Personen: neues Jahr - neue Probleme?). In: rynok cennyh bumag (RZB), 283. Jg. 2005, Nr. 4, S. 16-18.

Finanzmarktentwicklungsstrategie der Russische Föderation für den Zeitraum 2005-2008 (Entwurf). Im Rahmen des Regierungsprogramms für 2005-2008 Jahre. Web-Site der FFSM http://www.fcsm.ru/strateg.asp?ob_no=18431.

FKCB

Problema razvitija rynka cennyh bumag v Rossii (Problem der Entwicklung des Wertpapiermarktes in Russland), in Ekonomika i zjizn (Wirtschaft und Leben- Wochenzeitung, Moskau), Jg. 1995 Nr. 35, S. 8.

Föderales Gesetz „Über den Schutz der Rechte und die gesetzlichen Interessen von Investoren auf dem Wertpapiermarkt“ vom 05.03.1999

Föderales Gesetz „Über den Wertpapiermarkt“ vom 22.04.96 (mit Änderungen vom 28.11.98; 08.07.99, 07.08.01 und 12.12.02)

Web-Site

<http://www.lin.ru/db/emitent/6B55390EF59D13C5C3256CA800572F4B/doc.html>

Handelsordnung der gAG „MICEX“ vom 04.07.05. Web-Site der gAG „MICEX“ http://www.micex.ru/off-line/legaldocs/legal_document_370.pdf.

Handelsordnung der NP „RTS“ vom 24.02.04. Web-Site der NP „RTS“

http://www.rts.ru/rts_files/files/1841/pravila%20torgovli.pdf.

Handelsordnung der oAG „RTS“ vom 03.11.04. Web-Site der NP „RTS“
<http://www.oaorts.ru/oaorts/files/36/rultrade.pdf>.

Handelsteilnehmerzulassungsordnung der gAG „MICEX“ vom 04.07.05. Web-Site der gAG „MICEX“
http://www.micex.ru/off-line/legaldocs/legal_document_473.pdf.

Handelsteilnehmerzulassungsordnung der NP „RTS“ vom 24.02.04. Web-Site der NP „RTS“ http://www.rts.ru/rts_files/files/1843/prilogenie_1.pdf.

Handelsteilnehmerzulassungsordnung der oAG „RTS“ vom 03.11.04. Web-Site der NP „RTS“ http://www.oaorts.ru/oaorts/files/24/pril_1.pdf.

Kartaschow, Aleksej G.

Kak zarabotat dengi?: Fondowaja birza i finansowye rynki (Wie macht man Geld?: Wertpapierbörse und Finanzmärkte). St.Petersburg 1991.

Mirkin, Jakov M.

Rynok cennyh bumag Rossii – Vozdejstviye fundamentalnich faktorov, prognoz i politika razvitija (Der Wertpapiermarkt Russlands - Einfluss der Grundfaktoren, Prognose und Entwicklungspolitik). Moskau 2002.

Morjakov, Igor

Kak sdelat reformy effektivnymi? (Wie man die Reformen effektiver macht?). In: Rynok cennyh bumag (RZB), (Interview), 284. Jg. 2005, Nr. 5, S. 74-75.

Rubin, Jurij W. und Witalij Soldatkin

Fondowyj Portfel (Portfolio). Moskau 1992.

Rybnikov, Aleksej (2005a)

Pervyje rezultaty raboty Fondovoj Birzi MMVB (Erste Ergebnisse der Wertpapierbörse MICEX). (Interview mit dem Generaldirektor der gAG „MICEX“.) in: Birzevoje obozrenije (Börsenumschau), 16. Jg. 2005, Nr. 2, S. 3-4.

Rybnikov, Aleksej (2005b)

Vremja formirovat doverije mezdu osnovnymi igrokami na rynke (Die Zeit formt das Vertrauen zwischen den Marktteilnehmern). (Interview mit dem Generaldirektor der gAG „MICEX“ in: Birzevoje obozrenije (Börsenumschau), 18. Jg. 2005, Nr. 4, S. 4-7.

Schepelew, Leonid J.

Akcionernye kompanii w Rossii (Aktiengesellschaften in Russland). Leningrad 1973.

Schmidt, K. A.

Organisatija i praktika birzewoj trgovli w SSSR (Organisation und Praxis des Börsenhandels in der UdSSR). Moskau 1927.

Stillich, Oleg

Birza i jeje dejatelnost (Die Börse und ihre Tätigkeit). St.Petersburg 1992.

Sviridova, Anastasija

Etot mnogolikij Insaid (Dieses vielseitige Inside). In: Birzevoje obozrenije (Börsenumschau), 16. Jg. 2005, Nr. 2, S. 18-19.

Tormozova, Tatjana V.

Optimizacija struktury rossijskogo rynka cennyh bumag (Optimierung der Struktur des russischen Kapitalmarktes). Dissertation an der Finanzakademie der Regierung der RF. Web-Site der Mirkin-Bibliothek <http://www.mirkin.ru>.

Verordnung der FFSM „Über die Tätigkeit zur Handelsorganisation auf dem Wertpapiermarkt“ vom 30.12.2004 (zuletzt geändert im Juni 2005).

Web-Site

<http://www.lin.ru/db/emitent/8A1725F0879DC7B8C3256F91004027AE/doc.html>

Wertpapierzulassungsordnung der gAG „MICEX“ vom 04.07.05. Web-Site der gAG „MICEX“ http://www.micex.ru/off-line/legaldocs/legal_document_316.pdf.

Wertpapierzulassungsordnung der NP „RTS“ vom 09.06.05. Web-Site der Börse http://www.rts.ru/rts_files/files/1854/pravila%20listinga.doc.

Wertpapierzulassungsordnung der oAG „RTS“ vom 23.06.05. Web-Site der NP „RTS“ <http://www.aoarts.ru/aoarts/files/162/pravila%20listinga.pdf>.

III. Interviews

Alechin, Boris, Prof. Dr.

Professor der Akademie für Staatsfinanzen des Finanzministeriums der Russischen Föderation.

Email: alekhin@m.astelit.ru; (10.02.05).

Konovkova, Zoja

Abteilung für Öffentlichkeitsarbeit der NP „RTS“;

Email: konovkova@rts.ru; (mehrfach von Februar bis August 2005).

Mirkin, Jakov, Prof. Dr..

Leiter des Lehrstuhls für Wertpapiere und Börsenwesen an der Finanzakademie der Regierung der RF. (18.02.05 und 22.02.05).

Email: mirkin@eufn.ru; Tel:+7(095)2159624.

Schewelenkow, Gleb

Leiter der Abteilung Handelsmonitoring an der gAG „MICEX“ (mehrfach telefonisch); Tel. +7(095)2342472.

Suchorukov, Aleksej

Vize Präsident der NP „RTS“ (mehrfach von Januar bis September 2005); Tel. +7(095) 7059031

Tormosova, Tatiana, Dr.

Mitarbeiter der Firma „Brokerage and Investment Banking Eurofinanz“; (15.02.05 und mehrfach telefonisch).

Email: ttv@eufn.ru; Tel: +7(095)5453535.

IV. Verzeichnis der Internetquellen

Alle in diesem Verzeichnis aufgeführten Dokumente und Textauszüge oder sonstige Informationen von den angegebenen Web-Sites befinden sich als separate Dateien auf der beigelegten CD-ROM.

Es handelt sich ausschließlich um russischsprachige Internetquellen. Inhalte und Titel wurden von der Autorin übersetzt bzw. im Rahmen der vorliegenden Arbeit auf deutsch wiedergegeben. Schriftliche Übersetzungen der genannten Quellen wurden nicht angefertigt. Insofern liegen die o.g. elektronischen Versionen aller Dokumente und Auszüge von Web-Sites nur in russischer Sprache vor.

http://www.fcsm.ru/strateg.asp?ob_no=18431

Strategie развития финансового рынка Российской Федерации,
(Strategie der Finanzmarktentwicklung in der Russischen Föderation),
Stand: 01.06.2005
Uhrzeit: 21:00 Uhr
Dateiname: *quelle1.doc*

http://www.fcsm.ru/catalog.asp?ob_no=3686

Организаторы торговли,
(Organisatoren des Handels und Börsenliste);
Stand: 01.09.2005
Uhrzeit: 22:30 Uhr
Dateiname: *quelle2.doc*

http://www.fcsm.ru/catalog.asp?ob_no=3653

Список организаций, имеющих лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности на 01.09.2005,
(Liste der Broker in der RF vom 01.09.2005)
Stand: 01.09.2005
Uhrzeit: 22:00 Uhr
Dateiname: *quelle3.xls*

http://www.fcsm.ru/catalog.asp?ob_no=3659

Список организаций, имеющих лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности на 01.09.2005,
(Liste der Dealer in der RF vom 01.09.2005)
Stand: 01.09.2005
Uhrzeit: 22:20 Uhr
Dateiname: *quelle4.xls*

- http://www.fcsm.ru/catalog.asp?ob_no=3665 Список организаций, имеющих лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление управленческой деятельности на 01.09.2005, **(Liste der Verwalter in der RF vom 01.09.2005)**
Stand: 01.09.2005
Uhrzeit: 23:00 Uhr
Dateiname: quelle5.xls
- http://www.fcsm.ru/catalog.asp?ob_no=3671 Список организаций, имеющих лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление клиринговой деятельности на 01.09.2005, **(Liste der Clearing Organisationen in der RF vom 01.09.2005)**
Stand: 01.09.2005
Uhrzeit: 23:40 Uhr
Dateiname: quelle6.doc
- http://www.fcsm.ru/catalog.asp?ob_no=3676 Список организаций, имеющих лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности на 01.09.2005, **(Liste der Depositare in der RF vom 01.09.2005)**
Stand: 01.09.2005
Uhrzeit: 00:10 Uhr
Dateiname: quelle7.xls
- <http://www.lin.ru/db/emitent/6B55390EF59D13C5C3256CA800572F4B/doc.html> Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" **(WpmG)**
Stand: 01.05.2005
Uhrzeit: 13:00 Uhr
Dateiname: quelle8.pdf
- <http://www.lin.ru/db/emitent/8A1725F0879DC7B8C3256F91004027AE/doc.html> "Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг", **(Verordnung der FFSM vom 30.12.04)**
Stand: 15.01.2005
Uhrzeit: 11:50 Uhr
Dateiname: quelle9.doc
- http://www.micex.ru/offli-legaldocs/legal_document_370.pdf Правила проведения торгов по ценным бумагам в ЗАО «ФБ ММВБ» 4 июля 2005, **(Handelsordnung der MICEX vom 04.07.05)**
Stand: 14.07.2005
Uhrzeit: 17:50 Uhr
Dateiname: quelle10.pdf
- http://www.micex.ru/offli-legaldocs/legal_document_316.pdf Правила листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг в ЗАО «ФБ ММВБ» 4. июля 2005, **(Wertpapierzulassungsordnung der MICEX vom 04.07.05)**
Stand: 14.07.2005
Uhrzeit: 18:50 Uhr
Dateiname: quelle11.pdf
- http://www.micex.ru/offli-legaldocs/legal_document_473.pdf Правила допуска к участию в торгах ЗАО «ФБ ММВБ» 4 июля 2005 (действуют с 15 июля 2005 года), **(Handelsteilnehmerzulassungsordnung der MICEX vom 04.07.05 (In Kraft seit 15.07.05))**
Stand: 14.07.2005
Uhrzeit: 19:50 Uhr
Dateiname: quelle12.pdf

http://www.micex.ru/off-li-legaldocs/legal_document_369.pdf	Об установлении отдельных параметров и условий подачи заявок и совершения сделок с ценными бумагами в ЗАО «ФБ ММББ» 15 августа 2005, (Regelungen zum Preiskorridor für Orders vom 15.08.05) Stand: 28.08.2005 Uhrzeit: 21:30 Uhr Dateiname: <i>quelle13.pdf</i>
http://www.micex.ru/fbmmvb/fees/index_2.html	Тарифы Фондовой биржи ММББ, (Tarife der MICEX) Stand: 18.06.2005 Uhrzeit: 11:00 Uhr Dateiname: <i>quelle14.doc</i>
http://www.micex.ru/profile/	Краткая информация о Фондовой бирже ММББ, (Kurzinformation über die MICEX) Stand: 20.12.2004 Uhrzeit: 13:20 Uhr Dateiname: <i>quelle15.doc</i>
http://www.micex.ru/stock/schedule.html	Расписание торгов с 24 мая 2004 года, (Handelszeiten der MICEX seit 24.05.2004) Stand: 20.12.2004 Uhrzeit: 14:20 Uhr Dateiname: <i>quelle16.doc</i>
http://www.micex.ru/stock/modes/	Режимы торгов, (Handelsregime der MICEX) Stand: 23.12.2004 Uhrzeit: 16:00 Uhr Dateiname: <i>quelle17.doc</i>
http://www.micex.ru/stock/membnumb.html	Список Участников торгов с регистрационными номерами, (Handelsteilnehmerliste der MICEX) Stand: 14.09.05 Uhrzeit: 21:00 Uhr Dateiname: <i>quelle18.doc</i>
http://www.micex.ru/stock/topoperators.html	Ведущие операторы рынка акций, (Handelsteilnehmer mit dem größten Umsatz an der MICEX im August 2005) Stand: 04.09.05 Uhrzeit: 18:50 Uhr Dateiname: <i>quelle19.doc</i>
http://www.micex.ru/stock/list-a1.html	Котировальный список «А» первого уровня, (Handelsliste A 1 der MICEX) Stand: 14.09.05 Uhrzeit: 21:05 Uhr Dateiname: <i>quelle20.doc</i>
http://www.micex.ru/stock/list-a2.html	Котировальный список «А» второго уровня, (Handelsliste A 2 der MICEX) Stand: 14.09.05 Uhrzeit: 21:20 Uhr Dateiname: <i>quelle21.doc</i>

- <http://www.micex.ru/stock/list-b.html> Котировальный список «Б»,
(Handelsliste B der MICEX)
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 21:30 Uhr
Dateiname: *quelle22.doc*
- <http://www.micex.ru/stock/outlist.html> Перечень внесписочных ценных бумаг,
(An der MICEX notierte Wertpapiere ohne Zulassung in den Handelslisten)
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 21:45 Uhr
Dateiname: *quelle23.doc*
- http://www.rts.ru/rts_files/files/1841/pravila%20torgovli.pdf Правила торговли НП "Фондовая биржа РТС" от 24.02.04
(Handelsordnung der NP „RTS“ vom 24.02.04)
Stand: 30.04.05
Uhrzeit: 19:20 Uhr
Dateiname: *quelle24.pdf*
- http://www.rts.ru/rts_files/files/1854/pravila%20listinga.doc Правила допуска ценных бумаг к торгам НП "Фондовая биржа РТС" 09.06.05,
(Wertpapierzulassungsordnung der NP „RTS“ vom 09.06.05)
Stand: 13.07.05
Uhrzeit: 19:40 Uhr
Dateiname: *quelle25.doc*
- http://www.rts.ru/rts_files/files/1843/prilogenie_1.pdf Правила допуска к участию в Торгах НП "Фондовая биржа РТС" 24.02.04, **(Handelsteilnehmerzulassungsordnung der RTS vom 24.02.04)**
Stand: 30.04.05
Uhrzeit: 19:30 Uhr
Dateiname: *quelle26.pdf*
- <http://www.rts.ru/index.cfm?id=904&> Прайм-брокеры РТС 14.09.05,
(Liste der Prime-Broker der NP „RTS“ vom 14.09.05)
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 19:30 Uhr
Dateiname: *quelle27.doc*
- http://www.rts.ru/index.cfm?id=413&material=58&fld=31&override_debug_mode=NO_DEBUG Фондовая Биржа РТС,
(NP „RTS“ Kurzinformation)
Stand: 21.01.05
Uhrzeit: 18:30 Uhr
Dateiname: *quelle28.doc*
- <http://www.rts.ru/?tid=332&mtid=10000> Участники Классического рынка акций НП "Фондовая биржа РТС",
(Handelsteilnehmerliste der NP „RTS“)
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 19:00 Uhr
Dateiname: *quelle29.doc*
- <http://www.rts.ru/?id=5444&tid=332> Организации, заключающие сделки ППП в долларах США,
(Zum Handel in USD (Zug um Zug Erfüllung) zugelassene Handelsteilnehmer der NP „RTS“)
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 19:20 Uhr
Dateiname: *quelle30.doc*

- <http://www.rts.ru/index.cfm?id=765> Список инструментов Классического рынка акций, **(Liste mit an der NP RTS notierten Aktien)**
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 21:00 Uhr
Dateiname: *quelle31.doc*
- <http://www.rts.ru/?id=771> Котировальный список А1, **(Handelsliste A1 der NP „RTS“)**
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 21:10 Uhr
Dateiname: *quelle32.doc*
- <http://www.rts.ru/?id=772> Котировальный список А2, **(Handelsliste A2 der NP „RTS“)**
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 21:20 Uhr
Dateiname: *quelle33.doc*
- <http://www.rts.ru/?id=3816> Котировальный список Б, **(Handelsliste B der NP „RTS“)**
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 21:25 Uhr
Dateiname: *quelle34.doc*
- <http://www.rts.ru/?tid=51&mtid=10000> Рынок акций, **(Kassamarkt für Aktien an der NP “RTS”, Kurzinformati-
on)**
Stand: 21.01.05
Uhrzeit: 18:40 Uhr
Dateiname: *quelle35.doc*
- <http://www.aoarts.ru/?tid=4&mtid=10000> Миссия ОАО "Фондовая биржа РТС", **(oAG “RTS” Kurzinformati-
on)**
Stand: 21.01.05
Uhrzeit: 19:40 Uhr
Dateiname: *quelle36.doc*
- <http://www.aoarts.ru/aoarts/files/36/rultrade.pdf> Правила торговли ОАО "Фондовая биржа РТС" 03.11.04, **(Handelsordnung der oAG „RTS“ vom 03.11.04)**
Stand: 21.01.05
Uhrzeit: 21:40 Uhr
Dateiname: *quelle37.pdf*
- <http://www.aoarts.ru/aoarts/files/162/pravila%20listinga.pdf> Правила допуска ценных бумаг к торгам 23.06.05, **(Wertpapierzulassungsordnung der oAG „RTS“ vom 23.06.05)**
Stand: 01.07.05
Uhrzeit: 16:40 Uhr
Dateiname: *quelle38.pdf*
- http://www.aoarts.ru/aoarts/files/24/pril_1.pdf Правила допуска к участию в торгах 03.11.04, **(Handelsteilnehmerzulassungsordnung der oAG „RTS“ vom 03.11.04)**
Stand: 21.01.05
Uhrzeit: 21:40 Uhr
Dateiname: *quelle39.pdf*

- <http://www.oaorts.ru/index.cfm?id=37> Тарифы биржевого рынка ОАО "Фондовая биржа РТС",
(Tarife der oAG „RTS“)
Stand: 21.01.05
Uhrzeit: 21:50 Uhr
Dateiname: quelle40.doc
- <http://www.oaorts.ru/?tid=32&mtid=10000> Участники торгов Биржевого рынка ОАО "Фондовая биржа РТС",
(Handelsteilnehmerliste der oAG „RTS“)
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 21:25 Uhr
Dateiname: quelle41.doc
- <http://www.oaorts.ru/?tid=35&mtid=10000> Список акций ОАО "Фондовая биржа РТС",
(Liste der notierten Aktien an der oAG „RTS“)
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 22:30Uhr
Dateiname: quelle42.doc
- <http://www.oaorts.ru/index.cfm?id=116> Список ценных бумаг, поддерживаемых биржевыми специалистами,
(Aktien, die an der oAG „RTS“ von Spezialisten betreut werden)
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 23:00Uhr
Dateiname: quelle43.doc
- <http://www.oaorts.ru/?id=147&tid=6> Состав Котировальных списков ОАО "Фондовая Биржа РТС",
(Handelslisten der oAG «RTS“)
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 23:00Uhr
Dateiname: quelle44.doc
- <http://www.oaorts.ru/?tid=45&mtid=10000> Срочный рынок FORTS (Фьючерсы и Опционы в РТС),
(Wertpapierterminmarkt FORTS der oAG „RTS“)
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 23:00Uhr
Dateiname: quelle45.doc
- <http://www.rtsnet.ru/index.cfm?id=758> Список срочных контрактов РТС, находящихся в обращении,
(Instrumente des Terminmarktes FORTS)
Stand: 14.09.05
Uhrzeit: 23:30Uhr
Dateiname: quelle46.doc
- <http://www.oaorts.ru/?tid=55&mtid=10000> К акциям "второго эшелона",
(Handel mit unliquiden Aktien an der oAG „RTS“)
Stand: 05.07.05
Uhrzeit: 23:30Uhr
Dateiname: quelle47.doc

ANLAGE 1

Geschichte der russischen Börsen bis zur Wiederbelebung Ende der achtziger Jahre des 20. Jahrhunderts (Abriss)

Im Vergleich zu westeuropäischen Ländern hat die Entwicklung der Börsen in Russland erst sehr spät begonnen. Zwar gab es zur Zeit des „Großen Nowgorods“ (13. und 14. Jahrhundert) in vielen Städten Versammlungen von Händlern in börseähnlichem Rahmen, die erste Börse wurde aber erst 1703 in St. Petersburg gegründet¹. Sie basiert auf einem Edikt von Peter dem Großen, Zar von Russland, und wurde nach dem Vorbild der Börse in Amsterdam geschaffen. Im Jahr 1705 wurde für die Börse unter der Leitung von Peter dem Großen ein eigenständiges Gebäude errichtet sowie eine Börsenordnung eingeführt².

Bis 1860 wurden insgesamt fünf Börsen errichtet: Odessa 1796, Warschau 1810, Rybinsk 1811, Moskau 1837 und Nowgorod 1848³. Die um 1860 durchgeführten Reformen in der Landwirtschaft belebten Handelstätigkeit und Börsenwachstum. So ist es nicht verwunderlich, dass im Jahrzehnt bis 1870 sieben, bis 1880 sechs, bis 1890 weitere sechs und bis 1899 noch weitere fünf Börsen gegründet wurden. Ab 1900 verstärkte sich der Börsenboom. In den Jahren 1900 - 1904 entstanden 18, bis 1909 28 und bis 1916 nochmals 18 Börsen. Insgesamt gab es somit bis zum Jahr 1916 in Russland 94 Börsen. Dabei handelte es sich ausschließlich um Warenbörsen. Ein börsemäßiger Wertpapierhandel entwickelte sich im Rahmen dieser Börsen nur langsam. An sieben dieser Warenbörsen wurden zur Stimulierung des Wertpapierhandels um die Jahrhundertwende eigene Abteilungen geschaffen, wobei die bedeutendste Wertpapierabteilung die an der Börse in St. Petersburg war⁴.

Der Grundstein für die Entwicklung von Börsen in Russland wurde also bereits unter Peter dem Großen gelegt. Die eigentliche Entwicklung setzte allerdings erst in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts ein, nachdem der Staat eine Reihe von Maßnahmen getroffen hatte, die starken Einfluss auf

¹ O. Stillich, 1992, S. 280.

² O. Stillich, 1992, S. 280.

³ K. Schmidt, 1927, S. 18-19.

⁴ J. Rubin und W. Soldatkin, 1992, S. 320.

die Tätigkeit von Warenbörsen und Wertpapierabteilungen an Warenbörsen hatten. Zum ersten begann der Staat ab 1881 Aktien von Bahnunternehmen gegen Ausgabe von Staatsanleihen aufzukaufen. Zum zweiten wurde in den Jahren 1895 - 1897 der Rubel auf Goldstandard umgestellt. Durch diese Stabilisierungsmaßnahme floss mit der Zeit ausländisches Kapital nach Russland, das in russischen Aktiengesellschaften angelegt wurde. Abgesehen davon begannen kommerzielle Banken, private Anleihen zu kaufen und als Börsenmakler für ihre Kunden aufzutreten. Durch diese Aktivitäten gaben sie den Emittenten dieser Wertpapiere Kredite in großem Umfang¹.

Anfang 1914 existierten, abgesehen von Eisenbahnunternehmen, insgesamt 2.181 Aktiengesellschaften in Russland². Aktien von Eisenbahnunternehmen, von Unternehmen der Erdöl-, Zement-, Hütten- und Glasindustrie, Versicherungs- sowie Transport- und Schifffahrtsunternehmen waren an Börsen notiert. Der Großteil (etwa 1.850 Gesellschaften oder 85%) der existierenden Aktiengesellschaften notierte allerdings nicht an russischen Börsen. Es fehlten z.B. Aktien der Chemie- und Zuckerindustrie. Viele Manufakturen und die Papierindustrie notierten teilweise an westeuropäischen Börsen, wie etwa in Brüssel oder in Paris³. Ungefähr 35 % aller russischen Aktiengesellschaften (etwa 750) waren an gar keiner Börse präsent, entweder da sie zu klein waren und den Anforderungen nicht entsprachen (etwa 500 Unternehmen), oder da sie Emissionen über ihre Hausbanken bevorzugten⁴.

Die europäischen Börsen entwickelten sich als logisches Resultat der wirtschaftlichen Beziehungen in der kapitalistischen Wirtschaftsordnung über mehrere Jahrhunderte hinweg. In Russland allerdings entstanden Börsen nach einer Entscheidung der Machträger zu einer Zeit, als die wirtschaftlichen Verhältnisse des Landes eine Börse nicht rechtfertigten¹. Selbst nach der Entwicklung der Börse als Institution in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts unterschieden sich die russischen Börsen in wesentlichen Punkten von westeuropäischen. So wurde der Terminhandel für Wertpapiere

¹ L. Schepelew, 1973, S. 144-147.

² A. Kartaschow, 1991, S. 13.

³ J. Rubin und w. Soldatkin, 1992, S. 330 und 332.

⁴ L. Schepelew, 1973, S. 240.

von nicht staatlichen Emittenten per Gesetz erst im Jahr 1893 legalisiert². Weiterhin dienten russische Börsen nicht nur als Märkte, sie übernahmen auch die Funktionen als Interessenvertreter des Handels gegenüber der Regierung. In mehreren Städten Russlands wurden Börsen sogar mit dem Zweck der Interessenvertretung von staatlicher Stelle gegründet³. De Facto waren Börsen bis zum Jahre 1917 wohl eher „Büros für Beschwerden und Fürbitten des Handels“ und weniger Märkte⁴.

Während des ersten Weltkrieges in der Zeit von 1914 bis Anfang 1917 kam es immer wieder zu Störungen am Wertpapiermarkt und zu Börsenschließungen. Nach der Februarrevolution 1917 wurde die Börse in St. Petersburg liquidiert und blieb mehr als fünf Jahre geschlossen.

Während der Periode der „Neuen Ökonomischen Politik“ ab Mitte 1921 kam es zu einer teilweisen Wiederbelebung der russischen Börsen. Die erste sowjetische Börse wurde in Saratov gegründet und begann mit dem Handel Mitte Juli 1921⁵. In demselben Jahr entstanden Börsen in Perm, Wjatka, Nowgorod, Moskau und Rostow-am-Don. Gründer und Mitglieder dieser Börsen waren Kooperative. Mit der Gründung der Moskauer Börse nahm die staatliche Einflussnahme zu. Zunehmend wurden auch Börsen auf Betreiben staatlicher Organe gegründet. Die Zahl der neuen Börsen wuchs rasch an. In der ersten Jahreshälfte 1922 wurden insgesamt 33 Börsen gegründet, darunter auch die in Petrograd (dem 1914 umbenannten St.Petersburg). Die wichtigsten Händler waren staatliche Organe. Noch im August 1922 wurden die Aufgaben der Börsen in einer staatlichen Verordnung definiert. Durch den Zwang, auch außerbörsliche Geschäfte staatlicher Unternehmen an den Börsen zu registrieren, stieg der Börsenumsatz erheblich. Bis Jahresende 1925 erhöhte sich die Zahl der russischen Börsen auf 104⁶. Im Jahr 1922 begannen die Wertpapierbörsen mit der Einrichtung von Wertpapierabteilungen. An diesen wurden ausländische Zahlungsmittel, Wechsel, Schecks, Edelmetalle, staatliche und kommunale Wertpapiere, Obligationen staatlicher und kooperativer Unternehmen, Akti-

¹ O. Stillich, 1992, S. 281.

² J. Rubin und W. Soldatkin, 1992, S. 320.

³ O. Stillich, 1992, S. 284.

⁴ K. Schmidt, 1927, S.32.

⁵ K. Schmidt, 1927, S. 33.

⁶ K. Schmidt, 1927, S. 38

en und Anleihen von Aktiengesellschaften und sogar einzelne ausländische Wertpapiere gehandelt.

Mit Beendigung der „Neuen Ökonomischen Politik“, der Kollektivierung, Industrialisierung und Zentralisierung der Volkswirtschaft vollzog sich auch ein allmählicher Niedergang der Börsen. Ende 1926 wurde die Anzahl der Börsen per Dekret auf 14 reduziert und Anfang 1930 wurde schließlich die letzte Börse geschlossen.

Die ersten Anzeichen für die Wiederbelebung und Entwicklung eines Wertpapiermarkts und seiner rechtlichen Regelung nach der Zeit der sowjetischen Planwirtschaft ergaben sich erst wieder in der zweiten Hälfte der 80-er Jahre des 20. Jahrhunderts.

ANLAGE 2

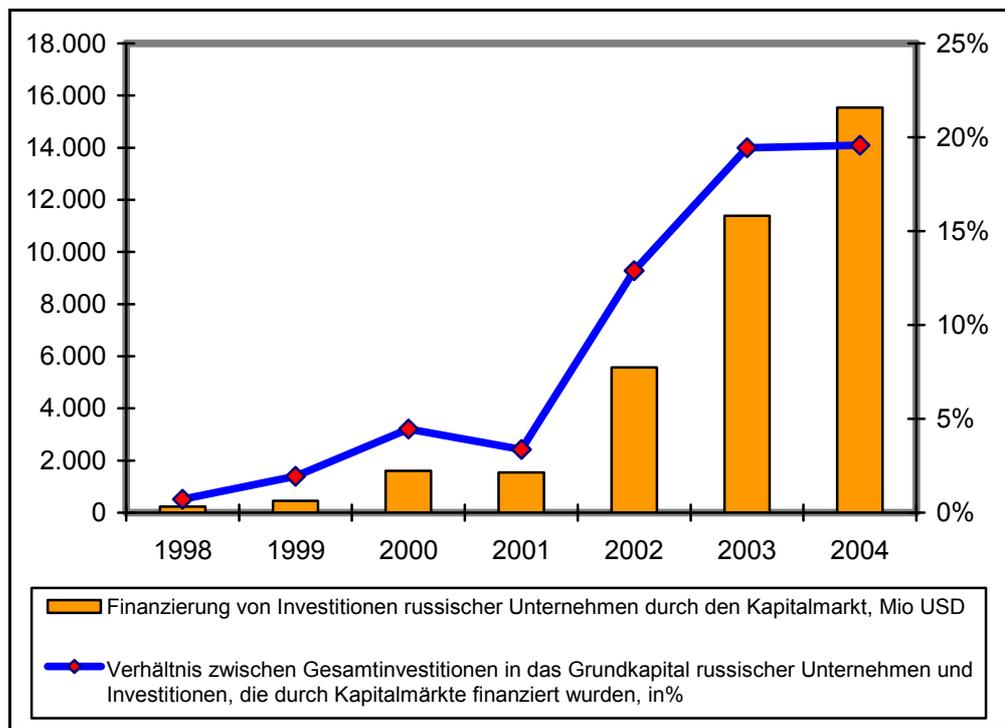
Tabelle - Entwicklung einzelner Kennziffern des Finanzmarktes in der Russischen Föderation in Relation zum BIP, [in %]

	2000	2001	2002	2003	2004
Marktkapitalisierung von Aktien / BIP	17,2	27,6	33,7	44,0	41,5
Wert umlaufender Industrieobligationen / BIP	0,5	0,8	1,0	1,2	1,6

Quelle: Strategie der Finanzmarktentwicklung in der RF für 2005-2008 (Entwurf im Rahmen des föderalen Regierungsprogramms für den Zeitraum 2005 –2008). Webseite der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FFSM): <http://www.fcsm.ru>. Eigene Übersetzung.

ANLAGE 3

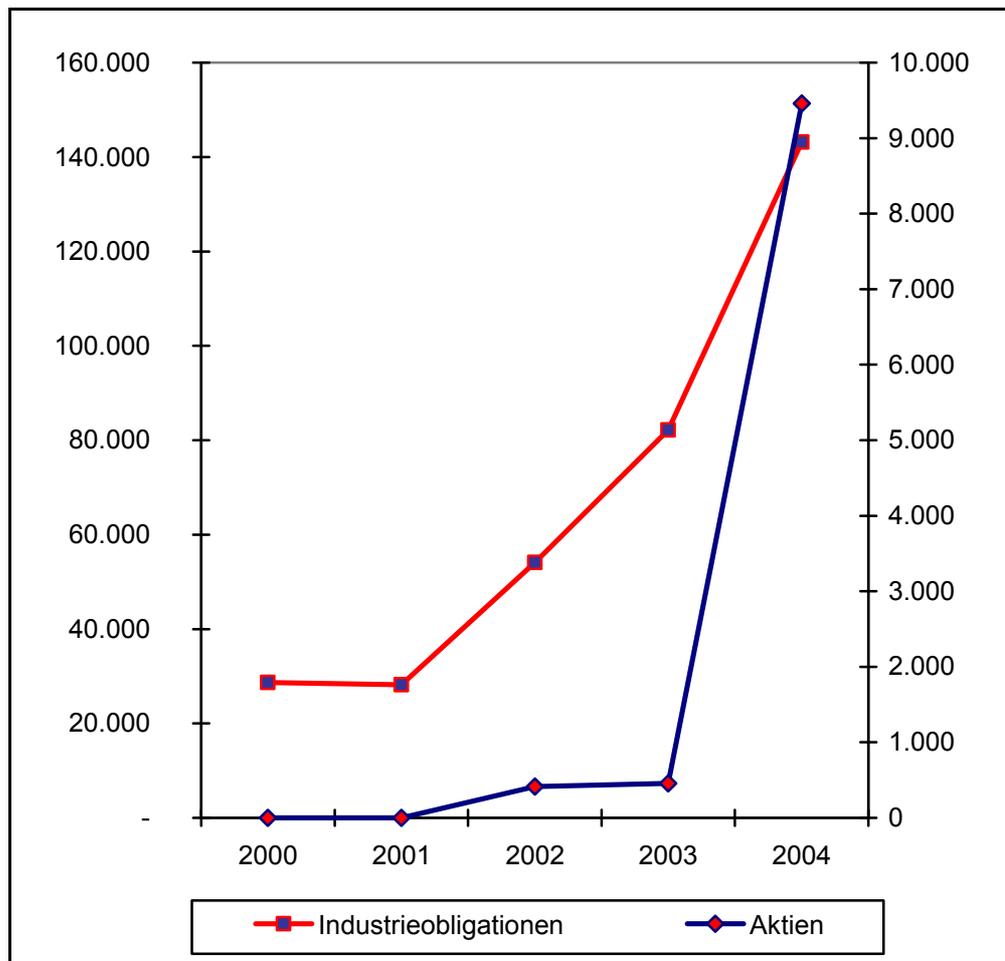
Abbildung – Verhältnis zwischen Gesamtinvestitionen in das Grundkapital russischer Unternehmen und Investitionen, die durch Kapitalmärkte finanziert wurden in den Jahren 1998 – 2004, in %



Quelle: Strategie der Finanzmarktentwicklung in der RF für 2005-2008 (Entwurf im Rahmen des föderalen Regierungsprogramms für den Zeitraum 2005 –2008). Webseite der Finanzaufsichtsbehörde (FFSM): <http://www.fesm.ru>. Eigene Übersetzung.

ANLAGE 4

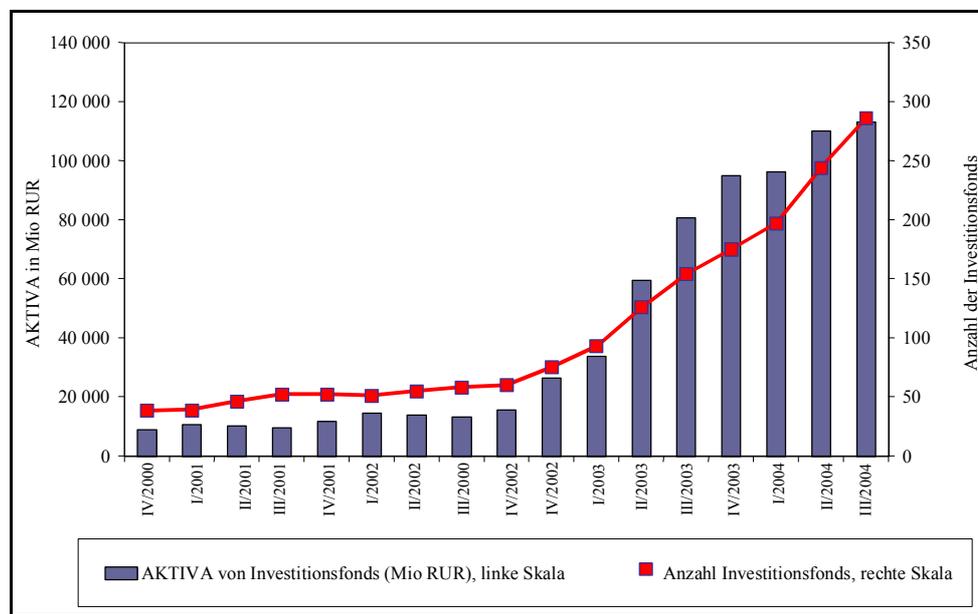
Abbildung – Umfang der Erstemissionen von Wertpapieren auf dem nationalen Markt in der Russischen Föderation in den Jahren 2000 - 2004, [in Mio RUR]



Quelle: Strategie der Finanzmarktentwicklung in der RF für 2005-2008 (Entwurf im Rahmen des föderalen Regierungsprogramms für den Zeitraum 2005 –2008). Web-Site der Finanzaufsichtsbehörde (FFSM): <http://www.fesm.ru>. Eigene Übersetzung.

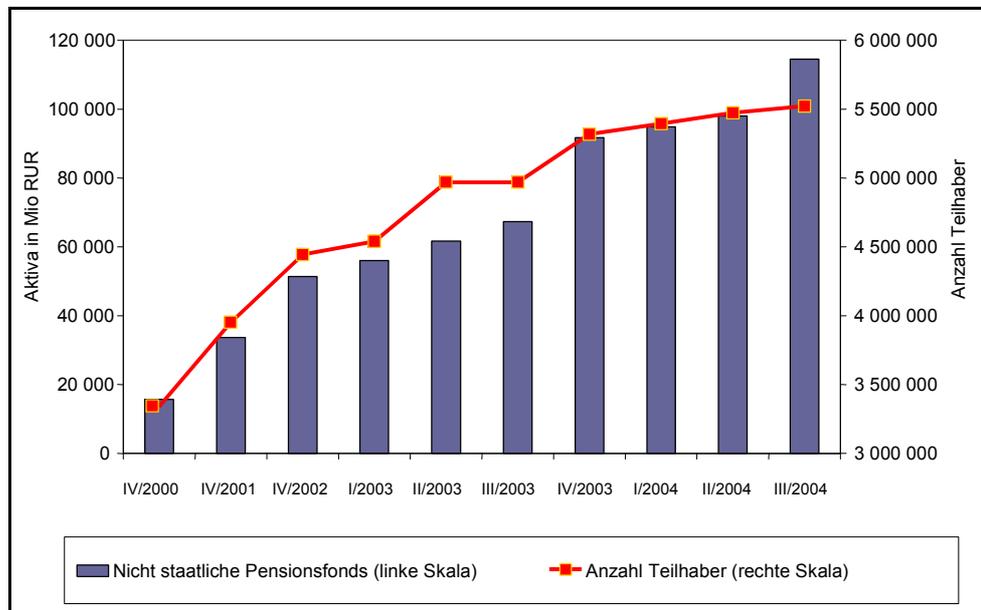
ANLAGE 5

Abbildung 5.1 – Entwicklung der Anzahl von Investitionsfonds in der RF und deren Aktiva in den Jahren 2000 - 2004



Quelle: Strategie der Finanzmarktentwicklung in der RF für 2005-2008 (Entwurf im Rahmen des föderalen Regierungsprogramms für den Zeitraum 2005 –2008). Web-Site der Finanzaufsichtsbehörde (FFSM): <http://www.fcsm.ru>. Eigene Übersetzung.

Abbildung 5.2 – Entwicklung der Aktiva der nicht staatlichen Pensionsfonds und der Anzahl ihrer Teilhaber in der RF in den Jahren 2000 - 2004



Quelle: Strategie der Finanzmarktentwicklung in der RF für 2005-2008 (Entwurf im Rahmen des föderalen Regierungsprogramms für den Zeitraum 2005 –2008). Webseite der Finanzaufsichtsbehörde (FFSM): <http://www.fesm.ru>. Eigene Übersetzung.

Erklärung

Ich versichere, dass ich die vorstehende Arbeit selbständig und ohne fremde Hilfe angefertigt und mich anderer als der im beigefügten Verzeichnis angegebenen Hilfsmittel nicht bedient habe. Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäß aus Veröffentlichungen entnommen wurden, sind als solche kenntlich gemacht. Alle Quellen, die dem World Wide Web entnommen oder in einer sonstigen digitalen Form verwendet wurden, sind der Arbeit angefügt.

Hamburg, den 05. Oktober 2005

Tatiana B. Novikova