

# WE THE INVESTORS

25. März 2023

## Per E-Mail

Vanessa A.  
Countryman Sekretärin  
U.S. Securities and Exchange Commission  
100 F Street, N.E.  
Washington, D.C. 20549-1090  
[rule-comments@sec.gov](mailto:rule-comments@sec.gov)

**Re: Regelvorschlag Nr. 34-96495; Aktenzeichen S7-31-22 Order Competition Rule**

***"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". - Kenneth Griffin<sup>1</sup>***

Frau Countryman:

We The Investors ("WTI")<sup>2</sup> bedankt sich für die Gelegenheit, zum Vorschlag der U.S. Securities and Exchange Commission (der "SEC" oder "Kommission") für die Order Competition Rule (der "OCR-Vorschlag") Stellung zu nehmen.

Wir, die Anleger, stützen uns auf fünf Grundprinzipien, die in unserer "Investors' Bill of Rights"<sup>3</sup> dargelegt sind. Dazu gehören Transparenz, Einfachheit und Fairness, Wahlmöglichkeiten und Kontrolle, beste Ausführung sowie bessere Abrechnung und Clearing. Dieser Kommentar konzentriert sich auf drei dieser Grundsätze: Transparenz, Einfachheit und Fairness sowie bestmögliche Ausführung.

Märkte funktionieren am besten, wenn ein offener, transparenter und fairer Wettbewerb um den Auftragsfluss herrscht. Bei allen Regelungsbemühungen sollten sich die Regulierungsbehörden fragen, wie die betreffende Regelung diese Ziele fördert. Es besteht kein Zweifel daran, dass unsere derzeitige Marktstruktur alles andere als offen, transparent und fair ist.

---

<sup>1</sup> Griffin, Kenneth, "Comment Letter-Re: Regulation NMS - File No. S7-10-04", Securities and Exchange Commission, verfügbar unter <https://www.sec.gov/rules/proposed/s71004/s71004-436.pdf> ("Ken Griffin Hates Internalization")

<sup>2</sup> We The Investors, die im März 2022 ins Leben gerufen wurde, ist eine Interessenvertretungskampagne

von und für Privatanleger. Unsere Aufgabe ist es, die einzelnen Anleger aufzuklären, um sie zu befähigen, sich selbst in Fragen der Marktstruktur zu vertreten. Wir werden von Industrieunternehmen und über hunderttausend Einzelanlegern unterstützt.

<sup>3</sup> Die "Bill of Rights" der Anleger kann unter folgender Adresse abgerufen werden:

<https://www.urvin.finance/advocacy>

Unsere 2022 Präsentationen<sup>4</sup> für die Kommissare und Mitarbeiter der SEC lieferten eine solide Reihe von Daten, die dies belegen. Die Kommission ist sogar noch weiter gegangen als wir, indem sie Daten genutzt hat, die Akademikern und Marktteilnehmern nicht zur Verfügung standen, und eine hervorragende Analyse erstellt hat, um diese Schlussfolgerung zu bestätigen.

Die Kommission hat unsere Befürchtungen und die des CEO von Citadel, Ken Griffin, der seine eigenen Bedenken bezüglich der Marktstruktur in einem scharf formulierten Schreiben an die SEC aus dem Jahr 2004 zum Ausdruck brachte, in überzeugender Weise untermauert. Speziell im Hinblick auf die US-Aktienmärkte und die vorgeschlagene Verordnung NMS erklärte Griffin, dass "auf lange Sicht eine uneingeschränkte Internalisierung zu einer wesentlich schlechteren Ausführung für alle privaten und institutionellen Anleger führen wird".<sup>5</sup>

Wir könnten nicht mehr zustimmen.

Die grundlegenden Mängel in unserer Marktstruktur sind unübersehbar. Daher stellt sich heute eine wichtige Frage: Was kann getan werden, um die Situation zu verbessern? Der OCR-Vorschlag ist eine Idee. WTI ist der Ansicht, dass er eine Verbesserung gegenüber unserer derzeitigen Marktstruktur darstellt, und wir unterstützen ihn voll und ganz. Allerdings glauben wir nicht, dass der OCR-Vorschlag die optimale regulatorische Antwort auf die Probleme auf unseren Märkten ist.

Wir unterstützen den offenen Wettbewerb um den Auftragsfluss und glauben, dass Innovation und Wettbewerb gesunde Kräfte sind, um optimale wirtschaftliche Ergebnisse zu erzielen. Der ideale Ort für einen solchen Wettbewerb ist der NBBO. Dort kann die breiteste und vielfältigste Gruppe von Teilnehmern zusammenkommen. Wenn Börsen qualifizierte Auktionsmöglichkeiten anbieten wollen, sollten sie dies tun dürfen, aber es sollte mehr Raum für Innovation geben als das, was die Kommission im OCR-Vorschlag vorgeschlagen hat.

In dieser Stellungnahme sollen drei Hauptfragen beantwortet werden:

1. Was sind die Hauptprobleme in unserer derzeitigen Marktstruktur?
2. Warum ist eine Trade-At-Regelung unsere bevorzugte Lösung für diese Probleme?
3. Falls die Kommission keine Trade-At-Regel verabschiedet und den OCR-Vorschlag in seiner jetzigen Form weiterführt, was sind die wichtigsten Änderungen, die vorgenommen werden sollten, um unbeabsichtigte Folgen zu vermeiden und ein möglichst wettbewerbsfähiges und innovatives Handelsumfeld zu schaffen?

Außerdem haben wir festgestellt, dass Unternehmen, die vom Status quo profitieren, diese Vorschläge kritisieren, so dass wir auf ihre Hauptkritikpunkte eingehen werden:

1. Wird die OCR den Null-Prozent-Handel beenden?
2. Gibt es Grund zu der Annahme, dass sich die Spreads mit einer OCR ausweiten werden?

---

<sup>4</sup> We The Investors, "Sec Letter #01: payment for order flow (PFOF)" Urvin Finance, (27. Mai 2022), verfügbar unter <https://www.urvin.finance/advocacy/wti-sec-pres-01/>

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*

<sup>5</sup> Siehe infra, Ken Griffin hasst Internalisierung

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*

3. Werden wir die Vorteile der Quersubventionierung verlieren, so dass weniger liquide Aktien schwieriger zu handeln sind? Ist dies eine schlechte Sache? Sollten die Preise dieser Aktien ihr tatsächliches Angebot und ihre Nachfrage widerspiegeln?

## Probleme auf den Märkten von heute

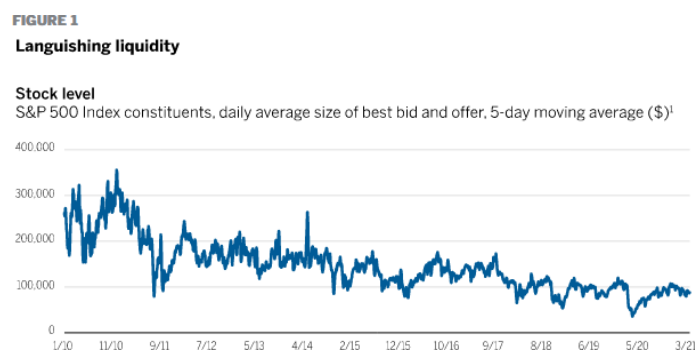
Oberflächlich betrachtet scheinen die US-Märkte der Neid der Welt zu sein. Sicherlich ist dies eine Plattitüde, die oft von den Zwischenhändlern geäußert wird, die von unserer derzeitigen Marktstruktur profitieren.

Die Wahrheit ist jedoch etwas undurchsichtiger. In vielen Situationen werden die US-Märkte als ein Beispiel angeführt, das andere Länder vermeiden sollten. Dies gilt insbesondere für das Niveau der außerbörslicher Handel und Vermittlung auf den US-Märkten. Die US-Märkte sind sicherlich die größten der Welt, aber bedeutet das auch, dass sie die besten sind?

Wir werden uns mit dieser Frage befassen. Wir sind aber auch der Meinung, dass wir uns nicht vom Zustand der globalen Märkte einschränken lassen sollten. Es reicht nicht aus, sich um die besten Märkte zu bemühen, relativ gesehen. Wir müssen die bestmöglichen Märkte nach unseren eigenen Maßstäben - Transparenz, Effizienz, Fairness und Einfachheit - anstreben.

## Sind die U.S.-Märkte beneidenswert?

Das klingt zwar gut, aber die Wahrheit ist, dass die US-Märkte weder von der Welt beneidet werden, noch sind sie heute so liquide, effizient und widerstandsfähig wie in der Vergangenheit. Die Qualität der Märkte hat sich in der Zeit nach der Einführung von Reg NMS kontinuierlich verschlechtert, wie die folgenden Grafiken von Wellington Management zeigen:

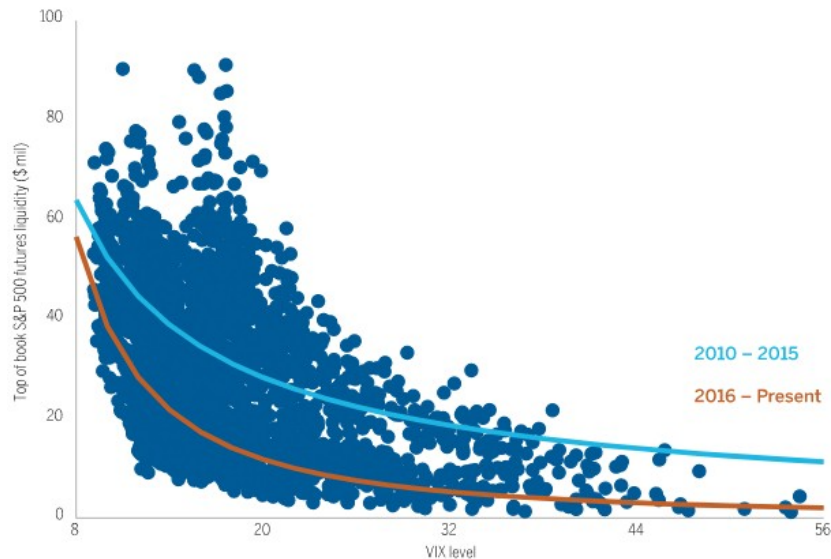


Seit 2010 ist der gleitende 5-Tage-Durchschnitt der täglichen Durchschnittsgröße des besten Geld- und Briefkurses für die Bestandteile des S&P 500 Index kontinuierlich gesunken. Dieser Durchschnitt liegt jetzt bei einem Drittel des Niveaus, das er 2010 hatte.

Die Märkte sind auch anfälliger geworden. Wenn die Volatilität zunimmt, ist heute weniger Indexliquidität verfügbar als unmittelbar nach der Finanzkrise 2008-2009:

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*

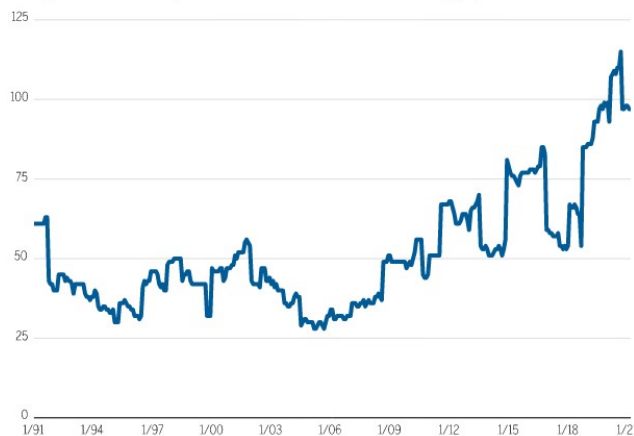
**FIGURE 2**  
**Markedly lower liquidity at higher levels of volatility**  
 Index liquidity vs volatility level



Sources: Goldman Sachs, Bloomberg | Chart data: January 2010 – March 2021

Die rollierende 24-Monats-Volatilität der realisierten Einmonats-Volatilität des S&P 500 ist seit Reg NMS stetig gestiegen:

**FIGURE 4**  
**Putting the fragility in perspective**  
 Rolling 24-month volatility of one-month realized S&P 500 volatility (%)



Source: Bloomberg | Chart data: January 1989 – March 2021

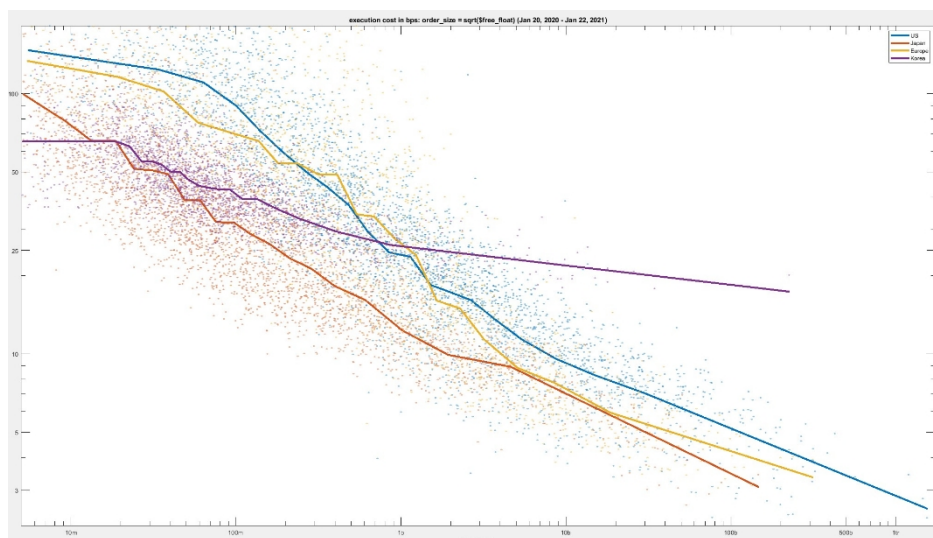
Um es noch einmal zu sagen: Die Märkte sind heute anfälliger und weniger liquide als noch vor zehn Jahren. Die Märkte sind daher weniger in der Lage, größere Aufträge aufzunehmen. Wie wir weiter unten anhand einiger neuerer Untersuchungen sehen werden, sind die Märkte bei Wertpapieren mit einem höheren Internalisierungsgrad anfälliger für extreme Kursbewegungen.

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*

Das folgende Diagramm, das auf Untersuchungen von XTX basiert, ist zwar kompliziert, aber es veranschaulicht den Punkt recht schlüssig. Es zeigt die Ergebnisse einer Simulation der "sofortigen Ausführung [eines] Testauftrags einer 'repräsentativen' Auftragsgröße im Vergleich zum Gesamtbuch der relevanten Handelsplätze... Jeder Punkt auf dem Diagramm stellt die durchschnittlichen Ausführungskosten für eine einzelne Aktie dar (wobei die Auftragsgröße eine Funktion dieser Aktiengröße ist, wie oben definiert), und die fetten Linien sind eine semiparametrische Regression dieser Kosten auf den Streubesitz selbst.<sup>6</sup>

Die US-Märkte mögen größer sein als andere, aber "nach Kontrolle der Unternehmensgröße ist die sofort verfügbare lit-Liquidität auf dem US-Aktienmarkt geringer als an der Tokioter Börse und in Europa und bei kleinen Aktien sogar geringer als in Korea."<sup>7</sup>

Dieses Diagramm zeigt, dass die Tokioter Börse "der liquideste Markt der Welt für eine Aktie einer bestimmten Größe" ist.<sup>8</sup>



Außerdem lässt sich ein direkter Zusammenhang zwischen hohen Internalisierungsraten und höheren Ausführungskosten für institutionelle Anleger feststellen. Babelfish stellte fest, dass "die Kosten für die Ausführung von Aktien mit einem hohen Marktanteil von Privatanlegern dreimal so hoch waren wie für Aktien mit einer geringen Beteiligung von Privatanlegern. Wir haben auch festgestellt, dass die Kosten mit steigendem Marktanteil der Privatanleger zunehmen".<sup>9</sup>

<sup>6</sup> Gerko, Alexander, "Welches Land hat den liquidesten Aktienmarkt?", [LinkedIn](https://www.linkedin.com/pulse/which-country-has-most-liquid-equities-market-alexander-gerko/), (Feb. 15, 2021), Verfügbar unter

<https://www.linkedin.com/pulse/which-country-has-most-liquid-equities-market-alexander-gerko/>

Anmerkung: Es lohnt sich, einen weiteren Punkt aus diesem Beitrag hervorzuheben, der zwar nicht direkt mit der Order Competition Rule zusammenhängt, aber dennoch eine wichtige regulatorische Überlegung darstellt: "Die Fixkosten für den Zugang zu dieser Liquidität in den USA (Marktdaten, Colos, hochentwickelte SOR-Technologie usw.) unterscheiden sich um Größenordnungen, insbesondere im Vergleich zu Japan und Korea."

<sup>7</sup> Ebd.

<sup>8</sup> Gerko, Alex, *Citadel hat einige Meinungen zu Tickgrößen in der TSE (die zufällig der liquideste Markt der Welt ist...*, [Tweet], [Twitter](#), Verfügbar unter

**"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -**

<https://twitter.com/alexandergerko/status/1633503897456189440?s=46&t=rb20g8nBaKrXwcHTKQ92NQ><sup>9</sup>  
Babelfish Analytics, "Meme Stocks: Inaccessible Trading Share, Trading Cost, and Risk", (Feb. 5, 2021),  
Verfügbar unter

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*





Dies ist ein weiterer Beweis dafür, dass die Märkte immer anfälliger werden. Und da immer mehr Handelsvolumen aus dem börslichen System abgezogen und in den nicht wettbewerbsfähigen außerbörslichen Bereich verlagert wird, leidet die Markteffizienz, die Liquidität nimmt ab und die Transaktionskosten steigen. Wie der CEO von Citadel, Ken Griffin, im Jahr 2004 vorausschauend erklärte, als er all diese Probleme voraussah: "Da immer mehr Makler die Praxis der Internalisierung anwenden, werden die Geld-Brief-Spannen auf den öffentlichen Märkten weiterhin größer sein, als sie es sonst wären, die notierte Liquidität wird weiter sinken und die Rolle und der Wert der öffentlichen Märkte werden stark geschmälert. Da sich die Geld-Brief-Spannen als Reaktion auf die Internalisierung ausweiten, werden aggressive Broker-Dealer in der Lage sein, einen immer größeren Teil ihres Auftragsvolumens zu internalisieren und nur die schwierigsten Aufträge zur Ausführung auf den Markt zu schicken - und damit die Situation, die den Wert des Marktes untergräbt, noch weiter zu verschlechtern."<sup>10</sup> Wir stimmen voll und ganz zu, dass diese Praktiken den Wert der öffentlichen Märkte untergraben haben und dass die Anleger den Preis dafür zahlen müssen.

Trotz dieser Erkenntnisse behaupten viele Kommentatoren ohne Beweise oder Daten, dass:

- "Wir setzen uns gemeinsam dafür ein, dass der US-Aktienmarkt der liquideste, effizienteste und wettbewerbsfähigste Markt der Welt bleibt."<sup>11</sup>
- "Die US-Aktienmärkte sind unglaublich effizient und widerstandsfähig, und die Anleger, insbesondere die Kleinanleger, haben den einfachsten Zugang, die niedrigsten Handelskosten und die beste Ausführung in der Geschichte."<sup>12</sup>

<https://www.babelfishanalytics.com/news/2021/2/4/meme-stocks-inaccessible-trading-share-trading-cost-und-Risiko>

<sup>10</sup> Siehe infra, Ken Griffin hasst Internalisierung

<sup>11</sup> Blaugrund, M.; Clague, J. & Mecane, J., "Comment Letter-Re: Equity Market Structure Proposals (File Numbers S7-29-22, S7-30-22, S7-31-22, and S7-32-22)", Securities and Exchange Commission (SEC), (6. März 2023), verfügbar unter <https://www.sec.gov/comments/s7-31-22/s73122-20158677-326603.pdf>

<sup>12</sup> SIFMA, "SIFMA Statement on SEC Equity Market Structure Proposals", Traders Magazine, (Dec. 15, 2022), verfügbar unter

***"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten": -***

<https://www.tradersmagazine.com/am/sifma-statement-on-sec-equity-market-structure-proposals/>

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*

- "Die US-Aktienmärkte sind die robustesten, transparentesten und fairsten der Welt, und die Erfahrungen der Kleinanleger waren noch nie so gut wie heute".<sup>13</sup>

Dies sind nichts weiter als leere Phrasen, die dazu dienen, Reformen zu verzögern oder zu verhindern. Leider macht die bloße Verkündung dieser Behauptungen sie nicht wahr. WTI ist der Ansicht, dass die SEC die notwendigen Änderungen vornehmen muss, um diesen Behauptungen Bedeutung zu verleihen.

## Die Märkte sind ein konzentriertes Chaos

Wenn überhaupt, dann unterschätzt die Analyse im OCR-Vorschlag die Probleme auf den heutigen Märkten. Die Befürworter des Status quo werden argumentieren, dass auf dem außerbörslichen Handelsplatz zwischen der Handvoll Großhändler Wettbewerb herrscht.

Sie verwechseln absichtlich ihre eigenen Wettbewerbsvorlieben mit dem tatsächlichen

Wettbewerb. WTI hat eine frühe Analyse des Herfindahl-Hirschman-Index<sup>14</sup> (HHI) in

unserem WTI SEC

Präsentation. Wir haben festgestellt, dass der außerbörsliche OTC-Markt der DOJ-Definition eines "hochgradig

konzentrierter Markt"<sup>15</sup> in den Jahren 2019 bis 2022. Edwin Hu und Dermot Murphy haben in ihrem Papier vom Juni 2022<sup>16</sup> eine umfassendere Analyse vorgenommen. Sie kamen zu mehreren wichtigen Ergebnissen:

1. Vor allem aber stellten sie fest, dass "eine stärkere Internalisierung mit einer schlechteren Kursverbesserung verbunden ist" und dass "eine Verringerung der Internalisierung möglicherweise zu geringeren Spreads, einer größeren Tiefe und einer besseren Kursverbesserung bei Aktien mit stark konzentrierten Internalisierungsmärkten führen könnte".<sup>17</sup>
2. Insgesamt sind die Spreads bei Vorhandensein von Internalisierern größer, selbst wenn es einen starken Wettbewerb zwischen den Internalisierern gibt, und noch größer, wenn der Wettbewerb unzureichend ist.
3. Interessanterweise stellten sie auch fest, dass die am stärksten internalisierten Aktien extremeren Kursbewegungen unterworfen waren. Sie berechneten, dass "das Ausmaß der extremen Kursbewegungen in den Quintilen mit dem höchsten Internalisierungsgrad etwa 53,6 Basispunkte größer ist als in den Quintilen mit dem niedrigsten Wert. Dieses letzte Ergebnis deutet darauf hin, dass die Zunahme der Negativauswahl bei öffentlichen

---

<sup>13</sup> Cifu, Doug, "Statement Before SEC Investor Advisory Committee Meeting", Securities and Exchange Commission, (10. Juni 2021), verfügbar unter <https://www.sec.gov/comments/265-28/26528-8901053-242178.pdf>

<sup>14</sup> U.S. Department of Justice, "Herfindahl-Hirschman Index", (31. Juli 2018), verfügbar unter <https://www.justice.gov/atr/herfindahl-hirschman-index>

Anmerkung: Der HHI ist "ein allgemein anerkanntes Maß für die Marktkonzentration", das "die relative Größenverteilung der Unternehmen auf einem Markt berücksichtigt. Er geht gegen Null, wenn ein Markt

***"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -***

von einer großen Anzahl von Unternehmen relativ gleicher Größe besetzt ist, und erreicht seinen Höchstwert von 10.000 Punkten, wenn ein Markt von einem einzigen Unternehmen kontrolliert wird."

<sup>15</sup> Ebd.

Hinweis: Wenn ein Markt als "hochkonzentrierter Markt" eingestuft wird, führt dies in erster Linie zu einer verstärkten Prüfung von Fusionen, die den HHI um mehr als 200 Punkte erhöhen würden, durch das DOJ und die FTC. <sup>16</sup> Hu, Edwin und Murphy, Dermot, "Competition for Retail Order Flow and Market Quality", SSRN, (Juni 8, 2022). Verfügbar unter <https://ssrn.com/abstract=4070056> oder

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4070056>.

("Hu-Murphy-Papier")

<sup>17</sup> Ebd.

Börsen, die durch die Umleitung von Privatkundenaufträgen ausgelöst werden, erhöhen auch die Anfälligkeit der Aktienkurse".

Dieser letzte Punkt ist einer, den Kritiker schon seit vielen Jahren in Bezug auf die Praxis der Internalisierung vorbringen. Die Zunahme der Giftigkeit des Auftragsflusses, der an die Börsen geht, verringert die Anreize für börsennotierte Market Maker, Limitaufträge zu erteilen. Andere börsenbasierte Anreize belohnen Schnelligkeit und führen zu einem Latenz-Wettlauf gegen Null<sup>18</sup>. Diese Kombination führt dazu, dass sich viele Market Maker von den börsennotierten Märkten zurückziehen, was die Vielfalt der Market Maker verringert und die Fragilität des Marktes erhöht.

Wir wollen weder die Market Maker verteufeln noch sie verherrlichen. Wir glauben einfach, dass die Marktstruktur Anreize für verschiedene Handelsstrategien und börsliche Liquidität bieten sollte.

Je mehr die Märkte Anreize für Wettbewerb und Vielfalt bieten, desto besser für alle Beteiligten.

Wollen wir die ganze "Preisverbesserung" und "Größenverbesserung" riskieren?

Zweifellos werden die Einzelhandelsmakler und Großhändler, die den OCR-Vorschlag ablehnen, die Kommission vor einem kritischen Verlust sowohl bei der Preisverbesserung als auch bei der Größenverbesserung warnen. Makler und Großhändler wollen der Kommission weismachen, dass die einzige Möglichkeit zur Preisverbesserung für die Aufträge einzelner Anleger in exklusiven Flash-Order-Einrichtungen besteht, in denen sie die Wahl haben, den Handel entweder zu internalisieren oder extern weiterzuleiten.

Die Prämisse, die solchen Behauptungen zugrunde liegt, ist dumm. Im Grunde genommen behaupten die Großhändler, dass sie zaubern können. Sie zaubern nicht<sup>19</sup>.

Wie oben dargelegt, gibt es keinen Grund zu der Annahme, dass ein offener Wettbewerb um Privatkundenaufträge nicht zu den gleichen oder besseren Ergebnissen für Privatanleger führen wird. Es ist sogar möglich, dass die Teilnahme an Auktionen für institutionelle Anleger noch aggressiver sein könnte als für Hochgeschwindigkeits-Intermediäre. Dies liegt daran, dass institutionelle Anleger in einzigartiger Weise bereit sind, an der Börse Liquidität mit negativen realisierten Spreads bereitzustellen.

---

<sup>18</sup> Der Wettlauf gegen die Null-Latenzzeit ist ein gesellschaftlich verschwenderisches Ergebnis, das aus verschiedenen Anreizen in unserer derzeitigen Marktstruktur resultiert. Diese Anreize zwingen die Unternehmen dazu, in immer schnellere Technologien zu investieren, weil unsere derzeitige Struktur Geschwindigkeit über alles belohnt. Dies führt zu einer geringeren Vielfalt bei der Marktgestaltung und zu

***"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -***

weniger rentablen Handelsstrategien. Infolgedessen werden die Märkte "selbstähnlicher" und anfälliger.  
<sup>19</sup> The Exchange, "Virtu Financial CEO weighs in on payment for order flow regulation", CNBC, (8. Juni 2022), verfügbar unter <https://www.youtube.com/watch?v=K064hJQ7fdI>

Anmerkung: Soweit wir wissen, zaubern die Großhändler nicht. Angesichts der Behauptung von Doug Cifu, dass "Großhändler unendliche Liquidität zum NBBO bieten", muss man sich fragen, aus welchem bodenlosen Zauberhut Virtu diese Aktien zieht. Aber im Ernst: Es ist eine fundamentale Heuchelei, einen Dienst zu betreiben, der den NBBO zerstört, und dann zu betonen, wie viel besser Virtu im Vergleich zu der Benchmark ist, die sie ruiniert haben.

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*

So behauptet Virtu nicht nur, dass seine Preisverbesserungen für den einzelnen Anleger jährlich Milliarden von Dollar wert sind, sondern auch, dass "die von Virtu gelieferte reale Gewinnspanne mehr als dreimal so hoch ist wie die nach Regel 605 gemessene".<sup>20</sup>

Hält diese Behauptung einer genauen Prüfung stand? Ganz einfach: nein. Dieses Argument ignoriert so vieles, was wir heute wissen, was zum Teil auf die CAT-Analyse der SEC zurückzuführen ist. Am wichtigsten ist, dass die Behauptung sowohl die Midpoint-Liquidität (auf die wir weiter unten näher eingehen) als auch die Tatsache ignoriert, dass die Spreads im U.S.A. sind etwa 25% - 30% breiter als sie es ohne Internalisierung wären<sup>21</sup>.

Außerdem behauptet Virtu, dass "der Wettbewerb unter den Großhändlern seit 2013 zu einem Anstieg der Netto-PI pro Aktie um 750 % geführt hat."<sup>22</sup>

Ist das wahr? Wie bei den meisten Behauptungen von Hochgeschwindigkeitsmietern, die verzweifelt versuchen, weiterhin exklusive Flash-Order-Einrichtungen zu betreiben, lautet die Antwort ganz offensichtlich nein. Die Behauptung lässt einfach außer Acht, "was mit den im gleichen Zeitraum tatsächlich an die Großhändler gezahlten Spannen geschah". In der Tat ist dies ein Thema, das Virtu bequemerweise vermeidet. Sowohl die Größe der PI als auch die Spreads werden von 2 Faktoren bestimmt: 1) Da beide in Cent pro Aktie gemessen werden und Aktiensplits heute nicht mehr so häufig vorkommen, ist der durchschnittliche Aktienkurs im Jahr 2020 viel höher als im Jahr 2013. 2) Dramatische Veränderungen in der Zusammensetzung der Aktien, mit denen Privatanleger handeln (hin zu Aktien mit größeren Spreads), was auf perverse Anreize im gesamten System zurückzuführen ist."<sup>23</sup>

Die Preisverbesserungsbehauptungen und "Daten" von Virtu fallen schon bei oberflächlicher Betrachtung in sich zusammen. Wie die im OCR-Vorschlag enthaltene Analyse zeigt, sind die Daten der Großhändler bestenfalls aufgebläht und schlimmstenfalls manipuliert.

Einzelhandelsmakler behaupten ständig, dass fast alle Aufträge ihrer Kunden eine "Preisverbesserung" erfahren.

Die Analyse im OCR-Vorschlag zeigt jedoch, dass 18,64 % der preisverbesserten Aktien von Großhändlern bei Haupttransaktionen eine Preisverbesserung von weniger als 0,1 Cent erhalten haben.<sup>24</sup> Während Makler aufgeblähte Preisverbesserungsstatistiken geltend machen können, ist ein erheblicher Teil dieser Preisverbesserung unwesentlich, während ein Großteil des Rests

---

<sup>20</sup>Cifu, Doug, "Measuring Real Execution Quality: Benefits to Retail Are Significantly Understated", Virtu Financial, (10. Juni 2021), verfügbar unter <https://www.sec.gov/comments/265-28/26528-8901054-242178.pdf>

<sup>21</sup> Mittal, Hitesh, "Is the Order Competition Rule a Windfall for Investors?", BestEx Research, (Januar 5, 2023). Verfügbar unter <https://4982966.fs1.hubspotusercontent-na1.net>. ("BestEx Research")

<sup>22</sup> Cifu, Doug, "Measuring Real Execution Quality: Benefits to Retail Are Significantly Understated", Virtu Financial, (10. Juni 2021), verfügbar unter <https://www.sec.gov/comments/265-28/26528-8901054-242178.pdf>

<sup>23</sup> Gerko, Alexander, "Trennung von Fiktion und Fakten, getrennt von Fiktion", LinkedIn, (11. Juni 2021), Verfügbar unter

***"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten": -***

<https://www.linkedin.com/pulse/separating-fiction-from-facts-separated-alexander-gerko/?trackingId=rB1JHjQsU%2FbVNNEIrioDNw%3D%3D>

<sup>24</sup> Order Competition Rule. 88 FR 128, ("OCR Proposal") at 113, Federal Register, (Jan. 3, 2023), verfügbar unter <https://www.federalregister.gov/documents/2023/01/03/2022-27617/order-competition-rule>

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*



lässt die Liquidität an der Börse einfach außer Acht. Diese Feststellung in Fußnote 350 der Analyse der Kommission ist ein kritischer Punkt:

Die Analyse der CAT-Daten durch die Kommission (siehe Tabelle 20) ergab, dass im Durchschnitt 51 % der von Großhändlern internalisierten marktfähigen Aufträge von Einzelanlegern zu Preisen ausgeführt werden, die unter dem NBBO-Mittelwert liegen. Von diesen Aktien der Privatanleger, die zu ungünstigeren Preisen als dem NBBO-Mittelwert ausgeführt wurden, hätten im Durchschnitt 75 % dieser Aktien hypothetisch zu einem besseren Preis gegenüber der nicht angezeigten Liquidität ausgeführt werden können, die zum NBBO-Mittelwert an Börsen und NMS Stock ATS ruht.

Es ist wichtig, darauf hinzuweisen, dass die Gesamtanalyse der Kommission kaum einen Begriff von Reflexivität hat.

Die Wiedereinführung der Aufträge von Einzelanlegern an den Börsen bedeutet, dass die adverse Selektion erheblich zurückgehen wird, was zu engeren Spreads und einer robusteren und vielfältigeren Liquidität führt. Da sich die Marktqualität insgesamt verbessert, werden alle Teilnehmer davon profitieren.

Daher sind die in der Analyse der Kommission angeführten Vorteile umso beeindruckender. Es handelt sich dabei um die Vorteile auf dem bestehenden Markt, nicht auf dem Markt, der für die Veröffentlichung von angezeigten Aufträgen an den Börsen förderlicher sein wird.

Zum Schluss wollen wir noch einen Blick auf die schwindende Glaubwürdigkeit der Kritiker werfen, die behaupten, die Kommission würde zu viele Änderungen vornehmen:

- FIA PTG
  - Juni 2017: "Seit einigen Jahren plädiert die FIA PTG für eine ganzheitliche Überprüfung der Aktienmarktstruktur."
- Zitadelle
  - Juli 2004 (Ken Griffin): "Citadel unterstützt voll und ganz die Entscheidung der Kommission, eine Aktualisierung ihrer Regeln und Vorschriften in Betracht zu ziehen, um die wichtigen Fragen der Marktstruktur anzugehen, die durch die vielen spannenden Entwicklungen auf den US-Aktienmärkten aufgeworfen werden."<sup>25</sup>
  - Dezember 2012 (Joe Mecane): "Wir haben vorgeschlagen, dass eine ganzheitliche Überprüfung der Marktstruktur, wie sie die SEC bereits 2010 mit dem Concept Release on Equity Market Structure beabsichtigt hatte, wahrscheinlich der beste Weg ist, um zu versuchen, alle Fragen, die in diesem Panel aufgeworfen werden, zu lösen, da es schwierig ist, jede dieser Fragen isoliert zu behandeln."<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Siehe infra, Ken Griffin hasst Internalisierung

<sup>26</sup> SUBCOMMITTEE ON SECURITIES, INSURANCE, AND INVESTMENT OF THE COMMITTEE ON BANKING, HOUSING, AND URBAN AFFAIRS UNITED STATES SENATE, "Hearing: COMPUTERIZED TRADING VENUES: WHAT SHOULD THE RULES OF THE ROAD BE?", (Dec. 18, 2012), verfügbar unter <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-112shrg80273/pdf/CHRG-112shrg80273.pdf>

- 21. Juli 2014: "Citadel unterstützt von ganzem Herzen die datengestützte und umfassende Überprüfung der US-Aktienmarktstruktur, die kürzlich von mehreren Mitgliedern der Kommission befürwortet wurde."<sup>27</sup>
- 6. März 2023: "Wir sind zutiefst besorgt darüber, dass die Kommission gleichzeitig mehrere weitreichende Vorschläge veröffentlicht hat, die die derzeitige Marktstruktur dramatisch verändern würden"<sup>28</sup>
- SIFMA
  - August 2013: "SIFMA unterstützt eine ganzheitliche Überprüfung der US-Aktienmarktstruktur"<sup>29</sup>
  - 2. März 2023: Aus einem Artikel, der den Widerstand der SIFMA gegen die neuen Regelvorschläge der SEC beschreibt: "Am 14. Dezember 2022 veröffentlichte die SEC vier Vorschläge zur vollständigen Neufassung der Vorschriften, die die Struktur unserer Aktienmärkte regeln, einschließlich der Art und Weise, wie Aufträge bepreist, ausgeführt und der Öffentlichkeit angezeigt werden."

Es hat den Anschein, dass diese Unternehmen ganzheitliche, umfassende Reformen befürworten, sofern diese Reformen sie oder ihre Mitglieder bereichern, und sich gegen jegliche Korrekturen aussprechen, die ihre Rentabilität oder die ihrer Mitglieder gefährden könnten.

## Das Argument für Trade-At

WTI befürwortet eine einfache Trade-At-Regelung nach dem Vorbild der kanadischen Regelung<sup>30</sup>, wie sie im Abschnitt "Alternativen" des OCR-Vorschlags erörtert wird. Die kanadische Regelung<sup>31</sup> lässt sich in zwei Sätzen zusammenfassen:

- Kleine, nicht blockierte Aufträge können nur dann außerbörslich ausgeführt werden, wenn sie eine wesentliche Preisverbesserung erfahren; und
- Eine wesentliche Preisverbesserung ist definiert als ein voller Tick, wenn die Spanne mehr als einen Tick breit ist, oder in der Mitte, wenn die Spanne einen Tick breit ist.

Trade-At hat mehrere überzeugende Vorteile gegenüber dem aktuellen OCR-Vorschlag:

- Vereinfachung: Trade-At ist keine präskriptive Regel. Es erlaubt den Börsen, auf der Grundlage von Ausführungsqualität und Innovation um den Auftragsfluss zu konkurrieren. Sie sind eingeladen, Auktionen zu entwickeln

---

<sup>27</sup> Blaugrund, M.; Clague, J. & Mecane, J., "Comment Letter-Re: Equity Market Structure Proposals (File Numbers S7-29-22, S7-30-22, S7-31-22, and S7-32-22)", Securities and Exchange Commission (SEC), (6. März 2023), verfügbar unter <https://www.sec.gov/comments/s7-31-22/s73122-20158677-326603.pdf>

<sup>28</sup> Ebd.

<sup>29</sup> Langton, J., "SIFMA Calls for Review of SRO Structure", Investment Executive, abrufbar unter <https://www.investmentexecutive.com/news/industry-news/sifma-calls-for-review-of-sro-structure/><sup>30</sup>

. Es ist wichtig, dass die Kommission sicherstellt, dass eine wesentliche Preisverbesserung für jede

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*

den außerbörslichen Handel mit kleinen Aufträgen. Die Kommission hat dies im OCR-Vorschlag anerkannt, indem sie die Internalisierung von Geschäften nur zum Midpoint zulässt. Dies ist derselbe Maßstab, den wir für eine Trade-At-Regelung fordern würden.

<sup>31</sup> IIROC-OCRCVM at 6.6, "Annotated Universal Market Integrity Rules", (1. März 2023), verfügbar unter <https://www.iiroc.ca/media/1021/download?inline#%5B%7B%22num%22%3A315%2C%22gen%22%3A0%7D%2C%7B%22name%22%3A%22FitR%22%7D%2C-289%2C-5%2C901%2C796%5D>

Die Kommission könnte sogar bestimmte Vorteile (z. B. kleinere Handelsschritte) zulassen, wenn diese Einrichtungen bestimmte Anforderungen erfüllen.

- Offener Wettbewerb: Trade-At erkennt an, dass der beste Wettbewerb um den Auftragsfluss am NBBO stattfindet und den besten Anreiz für Liquidität und Handel bietet. Die Vorteile des Wettbewerbs um den NBBO und dessen Stärkung kommen allen Marktteilnehmern zugute.

Warum ist Trade-At unsere bevorzugte Lösung? Wenn wir versuchen, die Internalisierung und den außerbörslichen Handel zu reduzieren, um eine effizientere Preisfindung und eine größere Liquiditätsvielfalt zu fördern, müssen wir unbeabsichtigte Folgen bedenken. Bei einer Trade-At-Regelung ist die Wahrscheinlichkeit am geringsten, dass sie missbraucht wird. Das liegt daran, dass einfachere Regeln schwieriger zu umgehen sind als komplexe Regeln.

Wenn wir versuchen, die Internalisierung und den außerbörslichen Handel zu reduzieren, um eine effizientere Preisermittlung und eine größere Liquiditätsvielfalt zu fördern, müssen wir auch unbeabsichtigte Folgen bedenken. Eine Trade-At-Regel würde unbeabsichtigte Folgen minimieren und wurde in der Vergangenheit in den USA bereits erfolgreich erprobt.

Die Regelung würde auch die Marktdynamik fördern, die nach Ansicht fast aller Teilnehmer wichtig ist. Insbesondere besteht ein breiter Konsens darüber, dass ein offener Wettbewerb um den Auftragsfluss die besten Ergebnisse für alle Teilnehmer bringt.

Eine Trade-At-Regelung würde auch die oben genannten Probleme lösen:

1. Die Märkte sind durch die Fragmentierung weniger liquide und anfälliger geworden. Die US-Märkte haben sich zu einem unnötig komplexen und komplizierten Apparat entwickelt, der so viele Hebel und Knöpfe hat, dass er Rube Goldberg verwirren könnte. Schlimmer noch, das Ergebnis ist ein System, in dem jeder Auftrag, gegen den gehandelt werden sollte, segmentiert und außerbörslich isoliert wird. Der einzige Handel, der an der Börse stattfindet, ist der Handel mit toxischen Aufträgen mit hoher negativer Selektion.
2. Die Marktteilnehmer sind zunehmend konzentriert. Wie das Hu-Murphy-Papier und unsere eigene Analyse gezeigt haben, ist der außerbörsliche Markt für den OTC-Handel "hoch konzentriert".<sup>32</sup>

Die US-Märkte befinden sich sowohl börslich als auch außerbörslich in einer Konzentrationsrückkopplungsschleife. Der zunehmende außerbörsliche Handel hat zu einer verstärkten adversen Selektion an der Börse geführt. Die Unternehmen, die diesen Anstieg am besten bewältigen können, sind diejenigen, die über Größe, Schnelligkeit und Zugang zu besseren Informationen verfügen, z. B. zu Daten über die Merkmale des außerbörslichen Auftragsflusses. Die Firmen, die exklusive Flash-Order-Einrichtungen betreiben, haben einen eindeutigen Informationsvorteil gegenüber den Firmen, die an der Börse tätig sind, was zu einer Zunahme der Informationsasymmetrien, einer Verringerung der profitablen Handelsmöglichkeiten an der Börse und einer Verringerung der Vielfalt der börslichen Market-Maker und Market-Making-Strategien führt. Was ist das Ergebnis dieser Konzentrationsrückkopplung? Laut IEX ging von 2013 bis 2021 "die Zahl der Börsenmitglieder an der Nasdaq um 44 %, an

***"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -***

der NYSE um 26 % und an der NYSE Arca um 69 % zurück. Die Zahl der Spezialisten oder designierten Market Maker

---

<sup>32</sup> U.S. Department of Justice, "Herfindahl-Hirschman Index", (31. Juli 2018), verfügbar unter <https://www.justice.gov/atr/herfindahl-hirschman-index>

auf dem Parkett der NYSE ist von 25 im Jahr 2000 auf heute nur noch 3 zurückgegangen."<sup>33</sup> Dies ist genau das Gegenteil von dem, was die politischen Entscheidungsträger wollen. Es ist auch genau das, was zu einem Rückgang der Liquidität und einer Zunahme der Fragilität der Märkte geführt hat.

3. "Preisverbesserung" und "Größenverbesserung" werden nur durch exklusive Blitzaufträge ermöglicht. Wir sind der Meinung, dass Preis- und Größenverbesserungen vom Markt bestimmt werden sollten und nicht auf Geheiß von Oligopolisten den "glücklichen" Anlegern zugestanden werden. Wenn Großhändler wirklich eine wettbewerbsfähige Ausführungsqualität und Preisverbesserung bieten, gibt es allen Grund zu der Annahme, dass sie dies auch angesichts des offenen Wettbewerbs tun würden. Erstens wird eine Trade-At-Regel die Spreads stärker einschränken als jede andere Option, die die Kommission in Betracht zieht, indem sie sicherstellt, dass der Großteil des Preiswettbewerbs am NBBO stattfindet. Dadurch werden die Transaktionskosten erheblich gesenkt und die Notwendigkeit von Preisverbesserungen gemindert. Zweitens wird eine Trade-At-Regelung den Börsen die Möglichkeit geben, Einrichtungen zu schaffen, die Preis- und Größenverbesserungen ermöglichen. Darüber hinaus stellen die Anforderungen an den fairen Zugang sicher, dass die größtmögliche Anzahl und Art von Teilnehmern an solchen Einrichtungen teilnehmen kann.

Wie bereits erörtert, liefert das Hu-Murphy-Papier den besten Maßstab und die beste Analyse zur Rechtfertigung einer Trade-At-Regel, obwohl es keineswegs das einzige Papier ist, das dies tut. Die Ergebnisse ihrer Untersuchung weisen jedoch direkt auf die Wirksamkeit einer Trade-At-Regel in der realen Welt der US-Aktien hin und räumen viele der Bedenken und Kritikpunkte derjenigen aus, die den Status quo verteidigen.

Die Ergebnisse des Hu-Murphy-Papiers sind in dieser Tabelle aus dem Papier zusammengefasst:

(a) Internalization Statistics by Internalization Quintile

Int. Quintile	Pct. Int.	HHI	Pct. Cdel	Pct. Virtu
1	10.5	2453.3	36.7	24.4
2	17.4	2477.8	35.6	25.1
3	27.8	2633.2	36.6	28.1
4	43.0	2763.4	37.8	30.9
5	60.3	2788.2	38.3	30.2
5 minus 1	49.8***	334.9***	1.6***	5.9***

(b) Market Quality Statistics by Internalization Quintile

Int. Quintile	QS	ES/QS	RS/ES	Depth	EPM
1	24.8	67.8	12.3	48.8	40.6
2	29.7	75.6	12.1	54.9	45.3
3	54.7	79.1	15.8	56.4	64.3
4	93.7	81.9	24.7	49.7	90.0
5	105.7	85.1	33.0	58.2	94.2
5 minus 1	80.9***	17.3***	20.8***	9.4***	53.6***

***"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -***

---

<sup>33</sup> Ramsay, John, "Comment Letter-Re: File No. S7-30-22; Release No. 34-96494; Regulation NMS: Minimum Pricing Increments, Access Fees, and Transparency of Better Priced Orders", Securities and Exchange Commission (SEC), (März 20, 2023)



Aus dieser Tabelle lassen sich mehrere wichtige Schlussfolgerungen ziehen. Am wichtigsten ist, dass höhere Internalisierungsraten mit folgenden Faktoren verbunden sind:

- Höhere Konzentration von Großhändlern und weniger Wettbewerb
- Erheblich höhere notierte Spannen
- Höhere effektive Spreads gegenüber der Notierung
- Höhere realisierte als effektive Spreads
- Deutlich höhere extreme Kursbewegungen.

Dieser letzte Punkt ist, wie bereits erwähnt, wichtig. Höhere Internalisierungsquoten gehen mit extremeren Kursbewegungen einher (d.h. diese Aktien sind anfälliger als andere).

Sowohl der vorgeschriebene Auktionsmechanismus im OCR-Vorschlag als auch eine Trade-At-Regel würden die Internalisierung und den außerbörslichen Handel drastisch reduzieren. Hu und Murphy zeigen, dass die Ergebnisse der Erprobung einer Trade-At-Regel in der realen Welt - selbst unter suboptimalen Bedingungen<sup>34</sup> - der Marktqualität äußerst zuträglich waren.

Viele Marktteilnehmer sind nach wie vor besorgt darüber, den Auftragsfluss auf die Börsen zu verlagern. Sie weisen zu Recht auf die Probleme mit unserer derzeitigen Börsenstruktur hin, insbesondere auf die Immunität, die die Börsen aufgrund ihres Selbstregulierungsstatus und ihrer Monopolmacht in Bezug auf Daten und Konnektivität genießen.

Wir stimmen diesen Bedenken zu. Wir halten es jedoch für sinnvoll, dass sich die Kommission mit diesen Fragen befasst, anstatt einen nicht wettbewerbsfähigen und ineffizienten Status quo zu bewahren. Trotz all dieser Probleme und der privilegierten regulatorischen Position, die Großhändler heute genießen, bieten die Börsen immer noch ein überraschend gutes Umfeld für den Handel, wenn man die Merkmale des Auftragsflusses berücksichtigt, der letztendlich zur Börse gelangt. Eine Verbesserung des Profils der adversen Selektion von Aufträgen, die an die Börse gehen, kann nur hilfreich sein.

Es besteht ein auffälliger Unterschied zwischen dem Niveau der Wettbewerbsfähigkeit an der Börse und der Wettbewerbsfähigkeit im Ausland.

außerbörslich. Der OCR-Vorschlag und das Hu-Murphy-Papier zeigen dies auf verschiedene Weise, aber eine der besten Möglichkeiten, dies zu demonstrieren, ist die Untersuchung des Verhältnisses zwischen den erzielten Spreads und dem Grad der adversen Selektion. Diese Technik, die von BestEx Research<sup>35</sup> entwickelt wurde, vermittelt ein genaueres Bild des Wettbewerbsniveaus sowohl an als auch außerbörslich. BestEx Research

---

<sup>34</sup> Der Tick-Size-Pilot führte zu einer wahllosen Ausweitung der Spreads, unabhängig davon, ob die Aktien Dies machte es schwierig, die Ergebnisse leicht zu verstehen. Es wurde allgemein als Fehlschlag betrachtet, aber diese Sichtweise und Schlussfolgerung ist nicht sehr differenziert. Spätere Studien liefern ein tieferes Verständnis des Tick Size Pilotprojekts. So zeigte beispielsweise eine DERA-Studie vom November 2022, dass die Literatur, die den Tick Size Pilot untersuchte, fehlerhaft war, weil sie "alle nicht tickgebundenen Aktien in ihrer empirischen Analyse gleich behandelte". Bei einer Aufschlüsselung der Ergebnisse in Aktien mit und ohne Tick-Beschränkung konnte diese Studie für bestimmte Aktien erhebliche Vorteile des Tick Size Pilot aufzeigen. Da die Kommission ganzheitliche Änderungen an der

Marktstruktur vornimmt, einschließlich der Reform der Tick-Größe, ist es vernünftig, aus dieser und anderen Studien den Schluss zu ziehen, dass die Vorteile komplementär sein werden.

Siehe: [https://www.sec.gov/files/dera\\_wp\\_ticksize-pilot-revisit.pdf](https://www.sec.gov/files/dera_wp_ticksize-pilot-revisit.pdf)

<sup>35</sup> BestEx Forschung

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*

zeigt, dass der börsliche Handel 2,3-mal wettbewerbsfähiger ist als der außerbörsliche Handel zwischen Großhändlern.

Damit ist das Argument der Großhändler hinfällig, dass sie mehr Preisverbesserungen und wettbewerbsfähigere Handelspreise im Vergleich zu den Börsen bieten. Großhändler sind nur deshalb in der Lage, Preisverbesserungen zu erzielen, weil sie bei jedem Auftrag, der bei ihnen eingeht, "zuerst zuschlagen" können. Sie sind die exklusiven Betreiber einer Flash-Order-Einrichtung, bei der sie eine kostenlose Option für jeden Auftrag haben.

Angesichts des hohen Wettbewerbsniveaus an den Börsen gibt es selbst unter den derzeitigen extremen Umständen, unter denen nur die Aufträge an die Börsen weitergeleitet werden, mit denen keine andere Gegenpartei interagieren möchte, keinen Grund zu der Annahme, dass Einzelanleger an den Börsen schlechtere Ergebnisse erzielen werden. Es gibt sogar gute Gründe für die Annahme, dass sowohl Einzelanleger als auch institutionelle Anleger weitaus bessere Ergebnisse erzielen werden als unter unserem derzeitigen wettbewerbsfeindlichen System.

Die wirtschaftliche Analyse der Kommission im OCR-Vorschlag liefert überzeugende Argumente dafür, dass einzelne Anleger aufgrund der oben beschriebenen Faktoren geschädigt werden, und der Schaden ist erheblich - zwischen 1,12 und 2,35 Milliarden Dollar pro Jahr. Es ist bemerkenswert, dass diese Schätzung genau mit den Schätzungen von BestEx Research übereinstimmt, die "unterschiedliche Datenquellen, unterschiedliche Methoden und unterschiedliche Zeiträume" verwendet haben.<sup>36</sup> Diese Übereinstimmung stützt die Methodik und die Ergebnisse der SEC in hohem Maße.

Die Methodik der SEC berücksichtigt jedoch nicht die Vorteile für institutionelle Anleger, die sich aus einer offenen Marktordnung ergeben, bei der der Auftragsfluss von Einzelanlegern nicht mehr auf die exklusiven, von Großhändlern betriebenen Flash-Order-Einrichtungen beschränkt ist. BestEx Research schätzt diese Vorteile auf 1,86 Mrd. USD, so dass sich der Gesamtnutzen für private und institutionelle Anleger auf 3,56 Mrd. USD beläuft.

Sind 3,56 Milliarden Dollar die richtige Schätzung für den jährlichen Nutzen einer geringeren Internalisierung? Wir glauben nicht, dass dies auch nur annähernd der Fall ist. Im Hu-Murphy-Papier wurde festgestellt, dass bei einer drastischen Verringerung der Internalisierung in TSP3 die durchschnittlichen Kursspannen für Symbole, bei denen es kaum Außerbörslicher Wettbewerb (Hoher HHI) war "etwa 20 Basispunkte niedriger als die durchschnittlichen notierten Spreads für TSP2-Aktien mit hohem HHI".<sup>37</sup>

Dies bedeutete eine ungefähre Verringerung des Spreads um 30 %, was nach Berechnungen von Hu-Murphy zu einer Kosteneinsparung von "etwa 7 Mrd. USD"<sup>38</sup> für diese eine Aktienkategorie führen würde. Nimmt man diesen Nutzen zusammen mit der Schätzung des Wettbewerbsdefizits der Kommission und der Schätzung der institutionellen Anleger von BestEx Research, so erhält man mehr als 10 Mrd. \$ jährlich. Ganz zu schweigen von den potenziellen Vorteilen, die sich aus der Einführung einer angemessenen Verkleinerung der Tick Size für Wertpapiere ergeben könnten, die nur begrenzt in der Lage sind, zu Sub-Penny-Preisen zu notieren. Dies ist in der Tat das Ziel der Kommission

***"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -***

---

<sup>36</sup> Ebd.

<sup>37</sup> Hu-Murphy-Papier, S. 33

<sup>38</sup> Ebd. bei 34

mit dem NMS-Vorschlag<sup>39</sup>. Obwohl wir dies für eine gute Idee halten, haben wir Bedenken, die Tick-Größen so drastisch zu reduzieren wie vorgeschlagen. Wenn die Tick-Größen um einen angemessenen Betrag reduziert werden, wären solche Aktien nicht mehr tick-beschränkt.

Diese Ergebnisse sind dramatisch. Sie entkräften auch jede Behauptung der Befürworter des Status quo, dass die Verringerung der Internalisierung und die Zunahme des börslichen Handels irgendwelche nachteiligen Auswirkungen haben würden. Die SEC hat es in der realen Welt ausprobiert. Es hat funktioniert.

Dies ist ein starker Beleg für die Einschätzung von WTI - die Einsparungen durch die Wettbewerbsslücke im OCR-Vorschlag unterschätzen den wahrscheinlichen Nutzen für einzelne Anleger erheblich, da sie nur ein Maß für die Wettbewerbsslücke und die Vorteile *auf dem aktuellen Markt* sind. Ein Markt, auf dem die adverse Selektion an der Börse insgesamt wesentlich verringert wird, wird zu einer erheblichen Verengung der notierten Spreads führen, was über das derzeitige Wettbewerbsdefizit hinaus Vorteile bringen wird. Die Verringerung der adversen Selektion an der Börse wird die Gewinne der Market Maker an der Börse erhöhen, was zu einem verstärkten Wettbewerb an der Börse, engeren Spreads und tieferen, liquideren Märkten führen wird. Die oben genannten geschätzten jährlichen Gesamtvorteile in Höhe von 10 Mrd. USD lassen diese positive Rückkopplung unberücksichtigt.

Die Gegner von Trade-At (und wahrscheinlich auch des OCR-Vorschlags) werden auf Studien über kanadische und australische Trade-At-Regelungen verweisen, die keine Verbesserung der Marktqualität bewirkt haben.

In diesem speziellen Punkt gibt es mehrere Gründe, warum es problematisch ist, Schlussfolgerungen aus Regelungen in anderen Ländern zu ziehen und sie mit den US-Märkten zu vergleichen:

- Die kanadische Trade-At-Regel wurde 2012 verabschiedet, nachdem die kanadischen Märkte seit 1998 unter einer Mindestpreisverbesserungsregel gearbeitet hatten. Die US-Märkte haben keine solche Regel.
- Die US-Märkte sind viel tiefer und liquider und haben ein breiteres Spektrum an Teilnehmern.
- Die kanadischen Märkte sind untrennbar mit den US-Märkten verbunden, und einseitige Änderungen können sich als schwierig erweisen, da die Makler die Möglichkeit haben, Aufträge südlich der Grenze weiterzuleiten.
- Die kanadischen und australischen Märkte waren immer noch mit Einschränkungen bei der Tick-Größe konfrontiert, was die Vorteile dieser Vorschriften erheblich schmälerte; die USA nehmen gleichzeitig Änderungen bei der Tick-Größe vor, die dieses Problem beheben sollen.

Trotz dieser Probleme sind die Beweise für Kosten und Nutzen von Trade-At-Regeln in anderen Ländern gemischt, wie der OCR-Vorschlag in seiner Behandlung der Trade-At-Alternative feststellt. Es ist schwierig, Schlussfolgerungen über die Auswirkungen einer Trade-At-Regelung in den USA auf der Grundlage der Ergebnisse auf dem kanadischen oder australischen Markt zu ziehen.

***"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -***

Glücklicherweise müssen wir uns nicht auf die Ergebnisse der Trade-At-Regeln in anderen Ländern verlassen. Im Rahmen des Tick-Size-Pilotprojekts wurde die Trade-At-Regelung auf den US-Aktienmärkten einem Praxistest unterzogen. Und dieser Praxistest

---

<sup>39</sup> Regulation NMS: Minimum Pricing Increments, Access Fees, and Transparency of Better. Release No. 34-96494; File No. S7-30-22 ("NMS Proposal") at 308, Federal Register, (Dec. 14, 2022), Available at <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/34-96494.pdf>

Test war eine erfolgreiche Demonstration der Vorteile einer Trade-At-Regel, auch wenn er unter den suboptimalen Bedingungen des Tick-Size-Pilotprogramms durchgeführt wurde.

Schließlich gibt es auch einige namhafte Befürworter einer Trade-At-Regelung:

- Virtu Financial
  - "Wir begrüßen das Ziel der "Trade-At"-Vorschrift des Pilotprojekts, die für Wertpapiere der Pilotgruppe 3 gilt, den Preisfindungsmechanismus an den nationalen Börsen zu erleichtern und zu verbessern."<sup>40</sup>
  - Virtu war 2015 Gründungsmitglied einer Arbeitsgruppe der Healthy Markets Association, deren zweithöchste Priorität die Einführung einer Trade-At-Regel war.
  - Virtu befürwortete öffentlich<sup>41</sup> den so genannten "Grand Bargain" (siehe unten).
- Zitadelle
  - "Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten".<sup>42</sup>
  - "Internalisierung ohne sinnvolle Preisverbesserung verringert den Wettbewerb, schränkt die Preisfindung ein, führt zu einer Marktfragmentierung und sollte verboten werden."<sup>43</sup>
  - Broker-Dealer sollten einen Auftrag nur dann internalisieren dürfen, "wenn die der Broker-Dealer bereits auf einem unmittelbar zugänglichen elektronischen Markt zum NBBO für eine Größe notiert, die nicht geringer ist als die Größe des Auftrags, den der Broker-Dealer zu internalisieren sucht".<sup>44</sup>
- New York Stock Exchange und andere
  - Im Jahr 2015 kündigten die NYSE und die Credit Suisse einen "Grand Bargain" an, "der unter anderem Maker-Taker-Preissysteme an Handelsplätzen verbieten würde, weil sie ihrer Ansicht nach die Marktkomplexität erhöhen und den Anschein von Interessenkonflikten erwecken, sowie die Obergrenze der Zugangsgebühren für Handelsplätze von 0,003 USD pro Aktie auf \$0,0005 pro Aktie und gleichzeitig eine branchenweite "Trade-At"-Regel einführen".<sup>45</sup> Dies macht ihren jüngsten Widerstand gegen den OCR-Vorschlag natürlich noch verwirrender. Vielleicht sollten sie zweimal blinzeln, wenn Citadel ihren Auftragsfluss als Geisel hält.

---

<sup>40</sup> Cifu, Doug, "Comment Letter-Re: Proposed National Market System Plan To Implement a Tick Size Pilot Program on a One-Year Pilot Basis", Virtu Financial, (Dec. 19, 2014), verfügbar unter <https://virtu-www.s3.amazonaws.com/uploads/documents/2014.12.19-Virtus-Comment-Letter-Proposed-National-Market-System-Plan-zur-Implementierung-eines-Tick-Size-Pilot-Programms-auf-einer-Ein-Jahres-Pilot-Basis.pdf>

<sup>41</sup> Cifu, Doug, "keine Argumente von mir! Ich habe nie danach gefragt und brauche nichts von dem Zeug. Einfach, transparent und fair," [Tweet], Twitter, Verfügbar unter <https://twitter.com/Dougielarge/status/545911383070875649>

<sup>42</sup> Siehe infra, Ken Griffin hasst Internalisierung

<sup>43</sup> Cooper, Adam, "Comment Letter-Re: Freigabe Nr. 34-49175; Aktenzeichen S7-07-04 - Competitive Developments in the Options Markets", Securities and Exchange Commission, verfügbar unter <https://www.sec.gov/rules/concept/s70704/citadel04132004.pdf>

<sup>44</sup> Siehe infra, Ken Griffin hasst Internalisierung

***"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -***

<sup>45</sup> Securities and Exchange Commission ("SEC") Division of Trading and Markets, "Memorandum-Re: Maker-Taker Fees on Equities Exchanges", (Oct. 20, 2015), S. 6-7, verfügbar unter <https://www.sec.gov/spotlight/emsac/memo-maker-taker-fees-on-equities-exchanges.pdf>

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*



## Verbesserung des Auktionsvorschlags

Sollte sich die Kommission gegen eine Trade-At-Regelung entscheiden, könnten wichtige Änderungen am OCR-Vorschlag vorgenommen werden, um unbeabsichtigte Folgen zu verringern und ein wettbewerbsfähiges, transparentes Umfeld zu schaffen. Generell ist WTI der Ansicht, dass der OCR-Vorschlag übermäßig präskriptiv ist und dass die endgültige Regelung mehr Innovation unter den qualifizierten Auktionseinrichtungen zulassen sollte.

Wir glauben zum Beispiel, dass eine Batch-Auktionsstruktur weitaus überzeugender und wahrscheinlich vorteilhafter ist als die vorgeschlagene Call-Auktionsstruktur. Wir behaupten jedoch nicht, dass wir wissen, welche Option wann eingesetzt werden sollte und welche Option unter verschiedenen Sicherheits- und Liquiditätsbedingungen die besten Ergebnisse liefert. Daher sind wir der Meinung, dass der OCR-Vorschlag geändert werden sollte, um beide Arten von Auktionen zuzulassen.

Wir sind außerdem der Meinung, dass der Zeitraum von 100 ms bis 300 ms zu lang ist und zu wahrscheinlich zu unbeabsichtigten Folgen führen wird, da es sehr wahrscheinlich ist, dass es während dieses Zeitraums zu kontinuierlichen Änderungen im Orderbuch kommen kann. 100 ms ist wahrscheinlich die längste Zeit, die notwendig ist, um eine solide Beteiligung sowohl von Börsenhändlern als auch von Algorithmen für das Order-Routing institutioneller Anleger zu gewährleisten.

Wir stimmen auch den Bedenken zu, die sowohl Proof Trading als auch BestEx Research in Bezug auf Informationslecks in diesen Auktionseinrichtungen geäußert haben, und stimmen ferner zu, dass "eine Möglichkeit, den SEC-Vorschlag zu optimieren, um Informationslecks für institutionelle Anleger zu reduzieren, darin bestünde, die Seite aus den Auftragsattributen, die in Auktionsnachrichten offengelegt werden müssen, wegzulassen".<sup>46</sup>

Schließlich glauben wir nicht, dass irgendeine Form von PFOF auf den Märkten erlaubt sein sollte und fordern die Kommission auf, PFOF in allen Formen zu verbieten, wie in unserem früheren Kommentar<sup>47</sup> erörtert. Die Zulassung von Rabatten für qualifizierte Auktionen steht im Widerspruch zu der Vorstellung, dass Retail-Broker Aufträge auf der Grundlage der Ausführungsqualität und nicht der Gebührenstruktur weiterleiten müssen. Wenn die Kommission weiterhin eine derart grundlegend fehlerhafte und konfliktbehaftete Praxis zulässt, wäre es außerdem besonders gefährlich, Maklern, die Aufträge an qualifizierte Auktionen weiterleiten, zu gestatten, dass dieses Volumen auf andere volumenabhängige Gebührenstufen an den Börsen angerechnet wird.

## Angst, Ungewissheit und Zweifel bekämpfen

Den Hochgeschwindigkeitsmietern und ihren Anhängern bleibt angesichts der ausgezeichneten wirtschaftlichen Analyse des OCR-Vorschlags kaum ein ehrlicher Ausweg. Daher haben sie sich auf persönliche Angriffe und die Verbreitung von Angst, Unsicherheit und Zweifel (FUD) verlegt. Ihre Sichtweise ist weder

---

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*

<sup>46</sup> Bishop, Allison, "Comment Letter-Re: Order Competition Rule, Release No. 34-96495; File No. S7-31-22", Proof Trading, (Feb. 8, 2023), verfügbar unter <https://www.sec.gov/comments/s7-31-22/s73122-20156866-325036.pdf>

<sup>47</sup> Wir, die Investoren, "Comment Letter-Re: Rule Proposal No. 34-96496; File No. S7-32-22 Regulation Best Execution and Rule Proposal No. 34-96494; File No. S7-30-22 Regulation NMS: Minimum Pricing Increments, Access Fees, and Transparency of Better Priced Orders", Urvin Finance, (März 31, 2022)

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*

Es ist weder auf Daten gestützt, noch liegt es im Interesse der Märkte. Die Befürworter des Status quo versuchen lediglich, das derzeitige System der Hochgeschwindigkeitsmiete und ihre exklusive Position als Betreiber von Blitzanlagen zu erhalten. Untersuchen wir daher die häufigsten FUD, die sie verbreiten, und räumen mit solchen Behauptungen auf.

## Wird der OCR-Vorschlag den provisionsfreien Handel beenden?

Nein, natürlich nicht. Unabhängig davon, ob die Existenz des provisionsfreien Handels eine gute Sache ist oder nicht, wird das Ende der uneingeschränkten Internalisierung und sogar die Abschaffung von PFOF und Börsenrabatten nicht das Ende des provisionsfreien Handels bedeuten. Zwar wird es zweifellos zu einer Umgestaltung der Geschäftsmodelle der Broker kommen, und einige werden möglicherweise wieder Provisionen erheben, doch wird dies nicht das Ende des provisionsfreien Handels bedeuten.

Wie können wir so sicher sein? Dafür gibt es vor allem zwei Gründe:

1. Wie die Analyse der SEC zeigt, bieten viele Broker den Handel zum Nulltarif an, ohne die PFOF zu akzeptieren <sup>4849 50</sup>.
2. In anderen Ländern gibt es den provisionsfreien Handel, auch in Ländern mit Trade-At-Regelungen oder in denen PFOF verboten ist <sup>5152 53 54</sup>.

---

<sup>48</sup> Siehe Fußnote 583 des OCR-Vorschlags: "Es ist auch wichtig festzustellen, dass selbst Makler, die keine PFOF akzeptieren, trotz der Einführung von Nullprovisionen höhere Einnahmen und Gewinne verzeichnen konnten. Siehe Kenneth Corbin, Fidelity Posts 6th Straight Record Profit, Barrons (Mar. 9, 2022), verfügbar unter <https://www.barrons.com/advisor/articles/fidelity-earnings-2021-51646853970>"

<sup>49</sup> Siehe auch OCR-Vorschlag, S. 302: "Der größte Teil der PFOF, die von Einzelhandelsmaklern eingenommen werden, stammt aus Transaktionen auf dem Optionsmarkt" und "Die Einzelhandelsmaklerbranche hat nach der Abschaffung der Provisionen keine Gewinneinbußen erlitten. Dies gilt auch für Nicht-PFOF-Broker, die sich nicht dafür entschieden haben, die entgangenen Provisionseinnahmen durch die Erhebung von PFOF von Großhändlern auszugleichen."

<sup>50</sup> Siehe auch OCR-Vorschlag, S. 303-304: "Die durchschnittliche PFOF-Zahlung, die Makler für einen 100-Aktien-Auftrag erhalten, liegt bei 10 bis 20 Cent und damit weit unter den Provisionen, die früher von Maklern/Händlern erhoben wurden."

<sup>51</sup> Unrau, Heidi, "Free Trading: The Best Zero Commission Brokers in Canada", *Hardbacon*, (Jan 24, 2022), Verfügbar unter <https://hardbacon.ca/en/investing/zero-commission-trading-in-canada/>  
Hinweis: In Kanada gibt es viele provisionsfreie Makler, bei denen eine Internalisierung ohne wesentliche Preisverbesserung nicht zulässig ist.

<sup>52</sup> Michaels, Cody, "Commission Free Trading UK 2023-Best Zero Fee Brokers", *Traders Best*. (4. März 2023), verfügbar unter <https://www.tradersbest.com/uk/stocks/commission-free/>  
Hinweis: Im Vereinigten Königreich gibt es viele Null-Prozent-Broker, bei denen weder Internalisierung noch PFOF erlaubt sind, siehe <https://www.tradersbest.com/uk/stocks/commission-free/>.

<sup>53</sup> Gallagher, Anthony, "6 "Best" Singapore Stock Brokers", *Securities.io*. (5. März 2023), verfügbar unter <https://www.securities.io/top-5-singapore-stock-brokers/>

Hinweis: In Singapur gibt es viele provisionsfreie Broker, bei denen die PFOF nicht erlaubt ist.

<sup>54</sup> Rapaport, Emma, "\$0 commissions: Australia's trading fee shakedown gains steam", *MorningStar*, (1. Juni 2020), Verfügbar unter <https://www.morningstar.com.au/insights/stocks/202847/0-commissions-australias-trading-fee-shakedown-Gathers-Dampf>

***"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -***

Hinweis: In Australien gibt es viele provisionsfreie Makler, bei denen eine Internalisierung ohne wesentliche Preisverbesserung nicht zulässig ist und die PFOF nicht weit verbreitet ist.

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*

Jeder, der behauptet, dass der OCR-Vorschlag das Ende des provisionsfreien Handels bedeutet, sollte sofort diskreditiert werden, und alle nachfolgenden Argumente sollten als nicht stichhaltig angesehen werden.

## Werden sich die Spreads nach dem OCR-Vorschlag ausweiten?

Im Rahmen des OCR-Vorschlags werden sich die Spreads nicht nur nicht ausweiten, sondern aus den oben zitierten Untersuchungen geht eindeutig hervor, dass sich die Spreads verengen werden. WTI ist der Ansicht, dass sich die Spreads bei einer Trade-At-Regelung wahrscheinlich weitaus stärker einengen werden als bei mandatierten Auktionen, ist aber dennoch der Meinung, dass es wesentliche und signifikante positive Spillover-Effekte von Retail-Auktionen geben wird. Wenn eine größere Vielfalt von Marktteilnehmern Zugang zu einem Auftragsfluss mit geringer negativer Selektion hat und der Wettbewerb folglich intensiver und offener wird, werden sich diese Vorteile im NBBO widerspiegeln. Auch wenn sich die Studie nicht speziell mit der geplanten Marktstruktur der vorgeschriebenen Einzelhandelsauktionen befasst hat, ist die

Das Hu-Murphy-Papier fand positive NBBO-Spillover-Effekte, wenn die Internalisierung wettbewerbsorientiert war (niedriger HHI). Es gibt allen Grund zu der Annahme, dass ein solcher Effekt auch bei wettbewerbsorientierten Auktionen zu beobachten wäre.

WTI ist der Ansicht, dass diese positiven Auswirkungen im Rahmen des vorgeschriebenen Auktionsmodells weniger leicht vorhergesagt werden können, da es keinen gleichwertigen internationalen oder nationalen Vergleichspunkt gibt. Angesichts der oben erwähnten Erfahrungen der USA mit dem Tick-Size-Pilotprojekt dürften die Vorteile einer Trade-At-Regelung jedoch erheblich sein.

WTI fordert die Kommission erneut auf, alle Formen von PFOF zu verbieten. Wie wir in unserem früheren Kommentar<sup>55</sup> erörtert haben, führen diese Praktiken direkt zu größeren Spreads. Nahezu alle internationalen Regulierungsbehörden, die diese Praktiken verboten haben, stimmen dem zu.

## Wie wichtig ist die Quersubventionierung? Ist sie überhaupt eine gute Sache?

Ein weiteres Argument, das von High-Speed-Anbietern, die versuchen, ihre exklusiven Flash-Order-Fazilitäten aufrechtzuerhalten, immer wieder vorgebracht wird, ist, dass diese Praxis es ihnen ermöglicht, Aktien mit geringerer Liquidität, die kaum gehandelt werden, mit den Gewinnen zu quersubventionieren, die sie durch die Bereitstellung einer geringeren Ausführungsqualität bei aktiv gehandelten Aktien mit höherer Liquidität erzielen.

Ist dies ein vorteilhaftes Ergebnis für die Märkte? Wenn Sie es für besser halten, dass die Aktienkurse die Dynamik von Angebot und Nachfrage genau widerspiegeln, ist es wenig sinnvoll, dieses Ergebnis zu unterstützen.

Die Erhöhung der Liquidität und die Verbesserung der Marktqualität für Unternehmen mit

***"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -***

geringerer Kapitalisierung oder geringerer Liquidität ist ein wichtiges Ziel, das in der Vergangenheit im Interesse eines einheitlichen Marktstrukturansatzes geopfert wurde.

---

<sup>55</sup> Wir, die Investoren, "Comment Letter-Re: Rule Proposal No. 34-96496; File No. S7-32-22 Regulation Best Execution and Rule Proposal No. 34-96494; File No. S7-30-22 Regulation NMS: Minimum Pricing Increments, Access Fees, and Transparency of Better Priced Orders", Urvin Finance, (März 31, 2022)

Die meisten Marktteilnehmer können zumindest in einem Punkt zustimmen: Eine einheitliche Marktstruktur funktioniert nicht und hat auch in der Vergangenheit nicht funktioniert. Wir würden es jedoch vorziehen, wenn die Kommission dieses Problem tatsächlich lösen würde, anstatt sich auf die renditesüchtigen Zwischenhändler zu verlassen, die unsere Märkte als Geiseln halten.

## Schlussfolgerung

Es ist bedauerlich, dass die Befürworter des Status quo angesichts potenzieller Einnahmeverluste auf persönliche Angriffe, Panikmache und FUD zurückgreifen. Die Unternehmen der Branche fürchten Veränderungen, vor allem, wenn diese die Einnahmen und Jahresboni gefährden könnten. Die Kommission hat jedoch zu lange Vorschriften erlassen, die Gewinner und Verlierer auswählen, anstatt ein faires, gleiches und transparentes Spielfeld zu schaffen, in dem ein offener Wettbewerb um den Auftragsfluss die Gewinner und Verlierer auf den Märkten bestimmen kann.

Große Teile der Branche setzen sich seit vielen Jahren für die Reduzierung des exzessiven außerbörslichen Handels ein, darunter auch viele derzeitige Gegner von Veränderungen, die angesichts der Stagnation und Untätigkeit der Regulierungsbehörden zu dem Schluss kamen, dass sie die Rent-Seeker nicht schlagen können, und sich daher entschlossen, sich ihnen anzuschließen. So erklärte beispielsweise Ken Griffin, der CEO von Citadel, im Jahr 2004, dass er der Meinung sei, "dass die potenziellen langfristigen Auswirkungen der Internalisierung unser nationales Marktsystem so stark beeinträchtigen, dass die Kommission alle möglichen Schritte unternehmen sollte, um diese Geschäftspraxis einzuschränken. In der Tat hat der dramatische Rückgang der Verarbeitungskosten in den letzten Jahren die Argumente für die Internalisierung fast vollständig entkräftet."<sup>56</sup>

Wir begrüßen es, dass die Kommission diese Motive durchschaut und darauf drängt, den Wettbewerb zu erhöhen, die Zwischenschaltung von Dritten zu verringern und die Marktqualität zu verbessern. Wir unterstützen die Bemühungen der Kommission, obwohl wir der Meinung sind, dass eine einfache Trade-At-Regelung diese Ziele effektiver erreichen wird als der im OCR-Vorschlag vorgesehene Mechanismus der Einzelhandelsauktion.

Mit freundlichen Grüßen,



*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*

---

<sup>56</sup> Siehe infra, Ken Griffin hasst Internalisierung

*"Die Internalisierung ist eine der größten Bedrohungen für die Preisfindung auf den Finanzmärkten". -*