

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	19
Rechtsgrundlagen	21
1. Kapitel: Einleitung	25
2. Kapitel: Grundsätze	29
A. Der Begriff „Market-Maker“	29
I. Abgrenzung zum Liquiditätsgeber	30
II. Abgrenzung zum Betreuer	32
III. Abgrenzung zum Kurspfleger	32
IV. Abgrenzung zum Hochfrequenzhändler	33
V. Abgrenzung zu Market-Maker- und Market-Making-Systemen	33
VI. Zusammenfassung	34
B. Funktionen des Market-Makers	35
I. Liquiditätsbereitstellung	35
II. Unterfunktionen	37
C. Ökonomie des Market-Makings	40
I. Bewertungsindifferenz	40
II. Risikoaversion	40
III. Liquiditätsversorgung des Gesamtmarktes	42
IV. Kontrolle des Bestandes	42
V. Abgrenzung zu anderen Handelsstrategien	42
3. Kapitel: Ausführungsplätze als Betätigungsfeld	45
A. Multilaterale Systeme	45
I. Handelsplatz als Unterkategorie des multilateralen Systems	46
II. Typenzwang	46
1. Typenzwang für multilaterale Systeme für Devisen und Rechnungseinheiten	47

2.	Kein Typenzwang für multilaterale Systeme, in denen sonstige Handelsobjekte gehandelt werden	48
3.	Zusammenfassung	49
III.	Börsliche multilaterale Systeme	49
1.	Formaler Börsenbegriff	50
2.	System	52
3.	Personen	53
	a) Dritte i. S. der Definition des geregelten Marktes	54
	b) Personen i. S. der Börsendefinition	55
	c) Systembetreiber ist keine Person i. S. der Börsendefinition	55
4.	Interessen am Kauf und Verkauf	57
5.	Vielzahl	57
6.	Börsliche Handelsobjekte	58
7.	Zusammenbringen innerhalb des Systems oder Fördern des Zusammenbringens	59
	a) Elektronisches Handelssystem vs. Skontroführerhandel	59
	b) Orderrouting	60
	aa) Rechtlich-technische Orderrouting-Systeme	60
	bb) Technische Orderrouting-Systeme	62
	cc) Kein Zusammenbringen von Handelsinteressen	62
	c) Direktgeschäfte	63
	d) Portfoliokomprimierung	64
	e) Abwicklungssysteme	65
8.	Möglichkeit der Interaktion im System	66
9.	Nichtdiskretionäre Bestimmungen	67
	a) Ermessen des Skontroführers in Bezug auf die Preisermittlung	68
	b) Rücktrittsrecht eines Market-Makers	71
10.	Kaufvertrag	71
11.	Börsen als teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts	72
12.	Aufgabendualismus von Börse und Börsenträger	73
	a) Aufgaben der Börse in Bezug auf das multilaterale System	73
	b) Aufgaben des Börsenträgers in Bezug auf die Börse und das multilaterale System	75
13.	Organisierter Markt und geregelter Markt	76
IV.	Multilaterale Handelssysteme	77
V.	Organisierte Handelssysteme	79

B.	Bilaterale Systeme	81
I.	Systematische Internalisierer und sonstige OTC-Market-Maker als Systembetreiber	81
II.	Abgrenzung zum multilateralen System	83
4. Kapitel:	Organisation des Handels	87
A.	Handelsformen	88
I.	Differenzierungskriterien	88
1.	Auftragsbuchsysteme vs. Market-Maker-Systeme	88
a)	Multilateraler vs. bilateraler Handel	89
b)	Alternative Differenzierungskriterien	90
c)	Zusammenfassung	91
2.	Handelssysteme mit Marktplatzfunktion vs. Kontrahentensysteme	91
3.	Handelssysteme mit eigener Preisermittlung vs. Preisimport	92
4.	Kontinuierlicher vs. periodischer Marktausgleich	93
5.	Bewertung der Differenzierungskriterien	93
II.	Auftragsbuchsysteme	93
1.	Fortlaufender Handel	94
a)	Preis-Sichtbarkeits-Zeit-Priorität	94
b)	Preis-Internalisierungs-Zeit-Priorität	96
c)	Vorübergehende Nichtberücksichtigung unlimitierter Aufträge	97
d)	Synthetische Pfade zwischen Auftragsbüchern	98
2.	Auktionen	99
a)	Preisermittlung nach dem Meistausführungsprinzip	100
b)	Auftragsausführung nach der Preis-Zeit-Priorität	100
c)	Fortlaufende und periodische Auktionen	101
d)	Unterscheidung der fortlaufenden Auktion vom fortlaufenden Handel	102
e)	Nachgelagerter Ausgleich des Überhangs	103
f)	All-Or-None-Systematik	103
g)	Modifiziertes Meistausführungsprinzip	104
h)	Last-Look-Prinzip	105
i)	Preisankfragen	107
3.	Auftragsbuchbasierter Referenzpreishandel (Crossing-System)	108
III.	Market-Maker-Systeme	109
1.	Preisankragesystem (request for quote system)	110
a)	Zeitlich begrenzte Wirksamkeit des Quotes	111

b) Rücktrittsrecht des Market-Makers	111
c) Stream-Anfrage-System (request for stream system)	112
2. Geschäftsanfragesystem (request for trade system)	113
3. Limitorder-Management-System als Ausführungsservice	115
4. Quotegetriebener Referenzpreishandel	116
a) Preisimport	117
b) Ausführung gegen sich selbst	118
c) Preisverbesserung des importierten Preises	119
d) Hybrides Handelsmodell durch Wahrung der Preis-Zeit-Priorität im Auftragsbuch (Auftragsbuchskonsistenz)	120
e) Hybrides Handelsmodell durch ersatzweise Ausführung im Auftragsbuch	122
IV. Handelsformen sui generis	122
1. Primärauktionen	123
2. Interdealer-System	125
B. Arten von Handelssystemen i. S. der MiFIR	125
I. Orderbuch-Handelssystem basierend auf einer fortlaufenden Auktion	127
II. Quotierungsgetriebenes Handelssystem/ Market-Maker-Handelssystem	129
III. Handelssystem basierend auf periodischen Auktionen	131
IV. Preisanfrage-Handelssystem	132
V. Sprachbasiertes Handelssystem	133
VI. Sonstiges Handelssystem	135
C. Handelsarten i. S. von § 16 BörsG	135
 5. Kapitel: Rechtliche Rahmenbedingungen der Liquiditätsversorgung an Handelsplätzen	 137
A. Verpflichtungen nach § 26c BörsG	138
I. Quotierungspflichten vs. Market-Making-Systeme	138
1. Festlegung durch die DelVO (EU) 2017/578	139
2. Kritik an der Ausgestaltung der DelVO (EU) 2017/578	140
3. Zusammenfassung	141
II. Regelungszwecke	141
III. Begründung von Quotierungspflichten	144
1. Einschränkung auf bestimmte Auftragsbuchsysteme	145
a) Ausschluss von Market-Maker-Systemen	145

b)	Ausschluss von Spezialisten- und Skontroführermodellen	146
c)	Zusammenfassung	148
2.	Form der Verpflichtung	149
a)	Deutscher Sonderweg für Börsen	149
aa)	Erweiterung des Anstaltsnutzungsverhältnisses	150
bb)	Keine zusätzliche privatrechtliche Vereinbarung durch den Börsenträger	151
cc)	Europarechtskonformität	152
b)	Privatrechtliche Vereinbarung durch Betreiber multilateraler und organisierter Handelssysteme	152
3.	Zu verpflichtende Handelsteilnehmer	153
4.	Umfang der Quotierungspflichten	154
5.	Überwachung und Durchsetzung	155
a)	Börsen	156
b)	Betreiber von multilateralen und organisierten Handelssystemen	157
IV.	Einrichtung obligatorischer Market-Making-Systeme	158
1.	Einzubeziehende Auftragsbücher	159
a)	Befreiung nach Art. 5 DelVO (EU) 2017/578	159
b)	Befreiung aus sonstigen Gründen	161
aa)	Spezialisten- und Skontroführermodelle	161
bb)	Keine Ermöglichung des algorithmischen Handels	162
cc)	Europarechtskonformität der Befreiungsregelung	162
2.	Anreize	165
a)	Anreize i. S. von Art. 6 DelVO (EU) 2017/578	165
b)	Anreize i. S. von § 26c Abs. 4 BörsG	166
aa)	Anreize auch unter üblichen Marktbedingungen?	167
bb)	Anreize auch außerhalb eines Market-Making-Systems?	168
B.	Fakultative Market-Making-Systeme	169
I.	Differenzierungskriterien	169
II.	Anreize für die Erfüllung von Quotierungspflichten	170
III.	Anreize für das freiwillige Erreichen von Quotierungszielen	173
IV.	Anreize für jeden ausgeführten passiven Auftrag	174
C.	Verbindung von Handelsplatzbetrieb und Market-Making	175
I.	Handelsplatzbetreiber als Market-Maker	176

1.	Market-Making am eigenen Handelsplatz	176
2.	Market-Making an einem fremden Handelsplatz	177
3.	Systematische Internalisierung und OTC-Market-Making	180
II.	Handelsplatzbetrieb und Market-Making über verbundene Unternehmen	180
1.	Beispiele aus der Praxis	181
2.	Sonderfall des organisierten Handelssystems	182
III.	Zusammenfassung	183
6. Kapitel:	Market-Maker als Objekte des Aufsichtsrechts	185
A.	Zweck der Beaufsichtigung	185
B.	Finanzdienstleistungsinstitute i. S. des KWG	187
I.	Systematische Einordnung	188
II.	Tatbestand des Market-Makings	189
1.	Anbieten	189
a)	Keine Angebote im zivilrechtlichen Sinn	190
aa)	Praxisbeispiele	190
bb)	Rechtliche Würdigung	192
b)	Abgrenzung zur Entziehung von Liquidität	193
c)	Kein Erfordernis einer Dienstleistungserbringung	194
d)	Kein Handeln im Rahmen einer Quotierungspflicht	195
e)	Zusammenfassung	196
2.	An- und Verkauf	197
a)	Kaufverträge im weiten Sinne	197
b)	Zeitgleiches und zeitversetztes Anbieten des An- und Verkaufs	198
c)	DEA-Market-Making	200
aa)	Formen des direkten elektronischen Zugangs (DEA)	200
bb)	Rechtliche Würdigung	201
3.	Kontinuierliches Anbieten	204
a)	Wortlaut	205
b)	Anzahl der Transaktionen maßgeblich?	205
c)	Market-Making an einem Handelsplatz	206
aa)	Marktpräsenz im Rahmen bestehender Quotierungspflichten?	206
bb)	Marktpräsenz i. S. der Definition der Market-Making-Tätigkeit?	208
cc)	Marktpräsenz i. S. der Definition der Market-Making-Strategie?	210

dd) Anknüpfen an die Definition der Market-Making-Strategie	211
d) OTC-Market-Maker	211
e) Zusammenfassung	212
4. Teleologische Reduktion	212
5. Finanzinstrumente	213
6. An den Finanzmärkten	215
a) An Handelsplätzen und vergleichbaren Drittlandsmärkten	215
b) OTC-Market-Making	216
c) „An den Finanzmärkten“ i. S. der Definitionen des WpHG und der MiFID II	216
d) Zusammenfassung	217
7. Selbst gestellte Preise	217
8. Handel für eigene Rechnung	219
a) Marktpreisrisiko	219
b) Erfüllungsrisiko	220
c) Handel unter Einsatz des eigenen Kapitals	221
d) Eigen- und Aufgabengeschäfte des Skontroführers	221
e) Abgrenzung zur systematischen Internalisierung	224
f) Abgrenzung zum Eigenhandel für andere	225
aa) Historische Entwicklung	226
bb) Dienstleistung des Market-Makers	227
cc) Verhältnis zur Market-Making-Definition	230
g) Abgrenzung zum Hochfrequenzhandel	231
h) Abgrenzung zum Eigengeschäft	231
III. Gewerbsmäßigkeit	232
IV. Ausnahmen	233
1. Kollektive Vermögensverwaltung	233
2. Nebentätigkeitsausnahme	234
C. Wertpapierdienstleistungsunternehmen i. S. des WpHG	236
D. Wertpapierfirmen i. S. der MiFID II	237
I. Handel für eigene Rechnung	238
II. Ausführung von Aufträgen „im Auftrag“ von Kunden durch OTC-Market-Maker	239
III. Ausnahmetatbestände	241
 7. Kapitel: Einige spezifische aufsichtsrechtliche Vorgaben für Market-Maker	 243
 A. Erlaubnisse (KWG)	 243
I. Erlaubnis für den Eigenhandel	243

1.	Inlandsbezug aufgrund physischer Präsenz im Inland	244
2.	Inlandsbezug aufgrund des Markttorprinzips	245
II.	Erlaubnis für das Eigengeschäft	246
B.	Anforderungen an die Kapitalausstattung	247
I.	Erforderliche Mittel (KWG)	247
1.	730.000 € als Regelbetrag	248
2.	25.000 € bei lokalen Firmen	248
a)	Historischer Kontext	249
b)	Derivatemärkte und Kassamärkte	250
c)	Bloß im Inland tätige lokale Firmen	251
d)	Market-Making als Market-Maker	251
e)	Glattstellungs- und Sicherungsgeschäfte	252
II.	Eigenmittel (CRR)	252
1.	Ausnahme für lokale Firmen	253
2.	Ausnahme für Derivategeschäfte	253
C.	Kontinuierliche Bereitstellung von Liquidität (WpHG)	255
I.	Wertpapierdienstleistungsunternehmen	255
II.	Algorithmischer Handel	256
III.	Definition der Market-Making-Strategie	257
1.	Betätigung an einem Handelsplatz	258
2.	Isolierte Betrachtung jedes Auftragsbuchs	258
3.	Mitglied oder Teilnehmer	259
4.	Stellen von Geld- und Briefkursofferten	260
5.	Feste Kursofferten	261
6.	Zeitgleiche Kursofferten	261
7.	Kursofferten vergleichbarer Höhe	261
8.	Kursofferten zu wettbewerbsfähigen Preisen	263
9.	Handel für eigene Rechnung	263
10.	Regelmäßige und kontinuierliche Liquiditätsversorgung	264
11.	Grenzen der Definition und Kritik	264
IV.	Rechtsfolgen	266
1.	Öffentlich-rechtliche Quotierungspflicht	266
a)	Umfang der Liquiditätsbereitstellung	267
b)	Beginn und Ende	269
c)	Befreiung bei außergewöhnlichen Umständen	270
2.	Abschluss einer Market-Making-Vereinbarung	272
a)	Umfang der Liquiditätsbereitstellung	272
b)	Abschlussfrist	273
c)	Pflicht zur Benachrichtigung der Börse	273
d)	Kündigung	274

e) Befreiung von der Quotierungspflicht bei außergewöhnlichen Umständen	275
3. Wirksame Systeme und Kontrollen	275
 8. Kapitel: Schlussfolgerungen	 277
 Quellenverzeichnis	 279
 Stichwortverzeichnis	 289