

# Inhaltsverzeichnis

<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>21</b>
<b>Erster Abschnitt Einleitung .....</b>	<b>27</b>
A. Anlass der Untersuchung .....	27
B. Untersuchungsgang .....	29
<b>Zweiter Abschnitt Die systematische Internalisierung in der MiFID-Revision .....</b>	<b>31</b>
A. Grundlagen der Internalisierung .....	31
I. Begriff und ökonomische Grundlagen .....	31
II. Historie und typische Erscheinungsformen .....	33
III. Rechtlicher Rahmen vor MiFID I .....	35
IV. Regelung der systematischen Internalisierung durch MiFID I .....	36
1. Wettbewerb zwischen Ausführungsplattformen .....	36
2. Begriffsbestimmung .....	37
3. Folgepflichten .....	38
a) Vorhandelstransparenz .....	39
b) Nachhandelstransparenz .....	40
c) Best Execution Verpflichtung .....	41
d) Vorbild in der US-amerikanischen Gesetzgebung .....	41
V. Weitere Entwicklungen .....	43
1. Entstehung von Dark Pools .....	44
2. Transparenzdefizite in Nichtaktienmärkten .....	45
B. Revision der MiFID I .....	46
I. Gründe für die Überarbeitung .....	46
II. Überblick über das Rechtsetzungsverfahren .....	47
1. Rahmenrechtsakte .....	48
2. Konkretisierung durch delegierte Rechtsakte .....	50

a)	Technical Advice .....	51
b)	Technische Regulierungs- und Durchführungsstandards .....	52
c)	Relevante Rechtsakte für die systematische Internalisierung .....	52
3.	Leitlinien und Empfehlungen und weitere Konvergenzinstrumente .....	53
4.	Überwachung der Umsetzung .....	54
5.	Nationale Umsetzung .....	55
III.	Transparenzverbesserung als gesetzgeberische Zielsetzung .....	56
IV.	Regelungstechnik und Harmonisierungsgrad .....	57
V.	Wesentliche Maßnahmen zur Zielerreichung .....	58
1.	Ausdehnung der Handelstransparenz .....	58
2.	Verpflichtung zum Handel an regulierten Plattformen .....	59
3.	Einführung von organisierten Handelssystemen .....	60
4.	Änderungen bei der systematischen Internalisierung .....	61
VI.	Schnittstellen mit anderen Rechtsakten .....	62
1.	European Market Infrastructure Regulation – EMIR .....	62
2.	Market Abuse Regulation – MAR .....	63
3.	Regulierung von Benchmarks .....	64
4.	Dodd-Frank Act in den USA .....	65

<b>Dritter Abschnitt Nichteigenkapitalinstrumente nach der</b>		
<b>Konzeption von MiFID II/MiFIR .....</b>		<b>67</b>
A.	Überblick .....	67
B.	Der Oberbegriff des Finanzinstruments .....	67
C.	Systematik und Kategorien von Nichteigenkapitalinstrumenten .....	68
I.	Schuldverschreibungen .....	69
1.	Anleihen – ausgenommen ETNs und ETCs .....	70
2.	Exchange Traded Notes und Exchange Traded Commodities .....	71
II.	Strukturierte Finanzprodukte .....	72
III.	Emissionszertifikate .....	73

IV. Derivate .....	74
1. Derivative Geschäfte .....	74
a) Anlage- und Unteranlageklassen derivativer Geschäfte .....	76
b) Unterklassen derivativer Geschäfte .....	77
2. Derivate als übertragbare Wertpapiere .....	77
a) Verbriefte Derivate nach der NEK-Transparenz-VO ....	78
b) Abgrenzung zu Anleihen .....	79
D. Differenzierung zwischen Eigenkapital- und Nichteigenkapitalinstrumenten .....	80
I. Problemfall: Nachrangige Zertifikate nach Art. 2 Abs. 1 Nr. 27 MiFIR .....	81
II. Bewertung .....	83
E. Nichteigenkapitalinstrumente mit einem liquiden Markt .....	83
I. Dynamische Einstufung für Anleihen .....	85
1. Regelverfahren für Altmissionen .....	85
2. Neuemissionen .....	86
II. Statische Bestimmung für verbrieft Derivate .....	87
F. Umsetzung und Folgen der Zuordnung .....	88

#### **Vierter Abschnitt Einordnung von Handelsaktivitäten als systematische Internalisierung .....**

A. Überblick .....	91
B. Sachlicher Anwendungsbereich und ausgenommene Instrumente .....	91
I. Commercial Paper .....	91
II. Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen .....	92
C. Persönlicher Anwendungsbereich .....	92
I. Handel auf eigene Rechnung bei der Ausführung von Kundenaufträgen .....	93
a) Abgrenzung zwischen Eigenhandel und Eigengeschäft .....	94
b) Abgrenzung zum Finanzkommissionsgeschäft .....	95
aa) Relevanz von Festpreisgeschäften .....	96
bb) Abgrenzung zum Kommissionsgeschäft .....	97

II.	Außerhalb eines Handelsplatzes .....	98
III.	Ohne ein multilaterales System zu betreiben .....	99
	1. Abgrenzung zwischen bilateralen und multilateralen Systemen .....	100
	2. Risikolose Geschäfte innerhalb von Zusammenführungssystemen .....	102
IV.	Handelsplatzbezug .....	103
V.	Klassifizierung von bestimmten Fallkonstellationen .....	104
	1. Primärmarktgeschäfte (Emissions- und Platzierungsgeschäfte) .....	104
	2. Kontrahentengeschäfte .....	107
	3. Hedgegeschäfte .....	107
	4. Anleihenrückkäufe (bond buy backs) .....	108
VI.	Quantitative Schwellenwerte .....	108
	1. In systematischer Weise häufig .....	109
	2. In einem erheblichen Umfang .....	111
	3. Berücksichtigung von Drittstaatensachverhalten .....	112
D.	Rechtliche Würdigung und Auswirkungen auf die Praxis .....	113
I.	Betroffene Handelsaktivitäten und Instrumente .....	113
II.	Beurteilungszeiträume und Anwendungsfristen .....	115
III.	Mitteilungspflicht .....	116
IV.	Verlust des Status als systematischer Internalisierer .....	117
V.	Strategische Erwägungen und freiwillige Selbstunterwerfung .....	117
VI.	Granularität der Berechnungen .....	118
VII.	Konsequenzen einer Überschreitung (Trigger-Mechanismus) ...	118
	1. Vorgaben der delegierten MiFID II-VO .....	119
	2. Auswirkungen .....	119
	3. Teleologische Reduktion der Art. 13 ff. MiFID II-VO? .....	120
	a) Auslegungsgrundsätze des Unionsrechts .....	120
	b) Anwendung auf den Trigger-Mechanismus .....	121
	c) Ergebnis .....	123

E.	Abgrenzungen zu anderen Handelssystemen .....	124
I.	Organisierte Handelssysteme .....	125
1.	Verbot des Eigenhandels .....	125
2.	Ermessensspielräume bei der Auftragsausführung .....	127
3.	Beschränkung auf Nichteigenkapitalinstrumente .....	128
4.	Verbot der Verbindung zu systematischen Internalisierern .....	129
II.	Swap Execution Facilities nach Dodd-Frank .....	130
1.	Begriffsbestimmung .....	131
2.	Eigenhandel und Umgang mit Interessenkonflikten .....	131
3.	Swaps versus Nichteigenkapitalinstrumente .....	132
4.	Prinzipien der Auftragsausführung .....	134
III.	Zwischenergebnis .....	135

<b>Fünfter Abschnitt Transparenzbestimmungen für systematische Internalisierer in Nichteigenkapitalinstrumenten .....</b>		<b>137</b>
A.	Kapitalmarkttransparenz für systematische Internalisierer .....	137
I.	Ziele und Schutzzwecke des Kapitalmarktrechts .....	137
1.	Anlegerschutz .....	138
2.	Funktionenschutz .....	138
a)	Notwendigkeit von Transparenz zum Schutz der Marktfunktion .....	139
b)	Risiken übermäßiger Transparenz .....	140
II.	Relevanz für systematische Internalisierer .....	141
1.	Aspekte der Vorhandelstransparenz .....	141
2.	Aspekte der Nachhandelstransparenz .....	142
3.	Bedeutung der Liquidität des Nichteigenkapitalinstruments .....	142
B.	Vorhandelstransparenzvorschriften .....	144
I.	Systematik des Art. 18 MiFIR und Anwendung der für Aktien geltenden Grundlagen .....	144
II.	Handelsplatzbezug als Voraussetzung .....	146
III.	Quotierungspflicht .....	147

1.	Quotierungen für liquide Instrumente .....	147
a)	Erforderlichkeit einer Kursofferte? .....	148
b)	Einverständnis des systematischen Internalisierers? ...	149
2.	Quotierungen für illiquide Instrumente .....	150
3.	Größe einer Kursofferte .....	151
4.	Kursofferte zu vorherrschenden Marktbedingungen .....	153
a)	Referenzpreise .....	153
b)	Ähnlichkeit .....	154
IV.	Bekanntmachung von Kursofferten .....	155
1.	Bereitstellung zu angemessenen kaufmännischen Bedingungen .....	155
2.	Veröffentlichungsmedium .....	156
3.	Zeitpunkt der Veröffentlichung .....	157
V.	Abschluss- und Ausführungspflichten .....	158
1.	Korrektive für die Quotierungs- und Abschlusspflichten ....	159
a)	Aktualisieren und Zurückziehen von Quotes .....	159
aa)	Aktualisierung .....	159
bb)	Zurückziehen .....	161
b)	Einschränkung und Differenzierung innerhalb des Kundenkreises .....	162
c)	Beschränkung der Geschäfte .....	164
d)	Folgeüberlegungen zur zivilrechtlichen Einordnung einer Kursofferte .....	165
aa)	Kursofferten für liquide Instrumente .....	166
aaa)	Zivilrechtliche Einordnung von Art. 18 Abs. 7 MiFIR .....	166
bbb)	Zivilrechtliche Einordnung des Art. 18 Abs. 3 MiFIR .....	167
ccc)	Zivilrechtliche Einordnung der Art. 18 Abs. 9 MiFIR .....	169
ddd)	Ergebnis .....	169
bb)	Kursofferten für illiquide Instrumente .....	169

2.	Ausführung von Kundenaufträgen und Preisverbesserungen .....	170
a)	Begründete Fälle .....	170
b)	Marktnahe Bandbreite .....	171
3.	Verpflichtung zur Best Execution .....	173
VI.	Ausnahmeregelungen .....	174
1.	Ausgenommene Wertpapierfinanzierungsgeschäfte .....	174
2.	Sonderbestimmungen für Auftragspakete .....	175
a)	Erfasste Geschäfte .....	176
b)	Folgen für den systematischen Internalisierer .....	177
3.	Kursofferten bis zur instrumentenspezifischen Größe .....	178
a)	Dynamische Berechnung für Anleihen .....	179
b)	Statische Festlegung für verbriefte Derivate .....	182
4.	Befreiung durch die Behörde für illiquide Instrumente .....	183
a)	Ausnahme für großvolumige Geschäfte .....	184
b)	Ausnahme für Auftragsverwaltungssysteme .....	185
c)	Quotierungen oberhalb der instrumentenspezifischen Größe .....	186
d)	Derivate ohne Handelspflicht und illiquide Instrumente .....	187
e)	Ausnahmen für Auftragspakete .....	189
f)	Zwischenergebnis .....	190
5.	Kurzfristiger Liquiditätsrückgang .....	191
VII.	Rechtliche Würdigung und Auswirkungen auf die Praxis .....	193
1.	Handel mit verbrieften Derivaten .....	194
2.	Handel mit Anleihen .....	195
C.	Nachhandelstransparenzvorschriften .....	197
I.	Einzelheiten und Umfang der zu veröffentlichenden Informationen .....	198
II.	Grundsatz der Echtzeitveröffentlichung .....	199
III.	Art und Weise der Veröffentlichung .....	199
IV.	Spätere Veröffentlichung von Geschäften .....	200

1.	Bedeutung der Voraussetzungen des Art. 11 MiFIR für Art. 21 MiFIR .....	200
2.	Großvolumige Geschäfte .....	202
3.	Geschäfte über der instrumentenspezifischen Größe .....	203
4.	Instrumente ohne liquiden Markt .....	205
5.	Transaktionspakete .....	206
6.	Verzögerungszeitraum .....	206
7.	Discretionary deferral regime .....	207
8.	Erlass von Allgemeinverfügungen durch die BaFin .....	208
V.	Vorübergehende Aussetzung .....	208
VI	Ausgenommene Geschäfte .....	209
1.	Nicht meldepflichtige Geschäfte .....	209
2.	Geschäfte zur Übertragung von Finanzinstrumenten .....	210
3.	Weitere Ausnahmen .....	211
VII.	Rechtliche Würdigung und Folgen für die Praxis .....	211

<b>Sechster Abschnitt</b>	<b>Sonstige Pflichten von systematischen Internalisierern</b> .....	<b>215</b>
A.	Überblick .....	215
B.	Berichte über die Ausführungsqualität .....	215
I.	Systematischer Internalisierer als Ausführungsplatz .....	215
II.	Sachlicher Anwendungsbereich .....	216
III.	Inhalt, Format und Periodizität .....	217
IV.	Verhältnis zur Nachhandelstransparenz .....	218
C.	Referenzdatenmeldung .....	219
I.	Inhalt und Zeitpunkt der Meldungen .....	219
II.	Sachlicher Anwendungsbereich .....	220
III.	Konsequenzen für den Handelsplatzbezug .....	221
D.	Aussetzung und Ausschluss vom Handel .....	222
E.	Administratorenpflichten für Benchmarks (Exkurs) .....	223

<b>Siebenter Abschnitt Folge von Verstößen .....</b>	<b>227</b>
A. Überblick .....	227
B. Aufsichtsrechtliche Sanktionen .....	227
C. Zivilrechtliche Ansprüche gegen den systematischen Internalisierer? .....	228
I. Verhältnis von Aufsichtsrecht und Zivilrecht .....	229
1. Abgrenzungstheorien im europäischen Kapitalmarktrecht .....	231
2. Einordnung des Art. 18 MiFIR .....	233
3. Ergebnis .....	236
II. Schutzgesetzeigenschaft des Art. 18 MiFIR? .....	237
1. Meinungsstand .....	237
2. Ergebnis .....	238
 <b>Achter Abschnitt Zusammenfassung in Thesen .....</b>	 <b>243</b>
 <b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	 <b>249</b>
 <b>Literaturverzeichnis .....</b>	 <b>251</b>
 <b>Materialienverzeichnis .....</b>	 <b>265</b>