

Deutsches, Europäisches und
Vergleichendes Wirtschaftsrecht

127

Florian Millner

Der systematische Internalisierer



Nomos

Deutsches, Europäisches und
Vergleichendes Wirtschaftsrecht

herausgegeben von
Prof. Dr. iur. Dr. rer. pol. h.c. Dr. iur. h.c. Werner F. Ebke,
LL.M. (UC Berkeley)

Band 127

Florian Millner

Der systematische Internalisierer



Nomos



Onlineversion
Nomos eLibrary

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Heidelberg, Univ., Diss., 2020

ISBN 978-3-8487-7811-9 (Print)

ISBN 978-3-7489-2214-8 (ePDF)

1. Auflage 2021

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2021. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort und Danksagung

Die vorliegende Arbeit wurde von der Juristischen Fakultät der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg im Sommersemester 2020 als Dissertation angenommen. Abgeschlossen wurde das Manuskript im November 2018. Rechtsprechung und Literatur wurden bis Juli 2020 berücksichtigt.

Dank gebührt zuvorderst meinem verehrten Doktorvater, Herrn Prof. Dr. iur. Dr. rer. pol. h.c. Dr. iur. h.c. *Werner F. Ebke*, LL.M. (UC Berkeley). Er setzte den thematischen Impuls zu dieser Arbeit, gab mir die Möglichkeit, an seinem Lehrstuhl tätig zu sein, und ließ mir bei der Bearbeitung alle Freiheiten. Zudem danke ich ihm für die Aufnahme dieser Arbeit in seine Schriftenreihe „Deutsches, Europäisches und Vergleichendes Wirtschaftsrecht“. Herrn Prof. Dr. *Thomas Liebscher* danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Danken möchte ich auch meinen Kollegen am Lehrstuhl, aus denen Freunde geworden sind. Insbesondere Frau *Eva Weberling*, Herrn *Sebastian Bich*, Herrn Dr. *Leo Humpenöder*, Herrn *Peter Schäfer* und Herrn *Maximilian Stark* danke ich für ihre stetige, auch moralische Unterstützung. *Eva Weberling* danke ich zudem für die gründliche Durchsicht des Manuskripts.

Abschließend möchte ich meinen Eltern danken, die mich während meiner gesamten Ausbildung und überhaupt bei meinem gesamten bisherigen Lebensweg bedingungslos unterstützt haben. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Frankfurt, im September 2020

Geleitwort des Herausgebers

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit der durch die erste Finanzmarkt-richtlinie (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID I) geschaffene Rechtsfigur des systematischen Internalisierers. Die Arbeit nimmt die Überarbeitung und Erweiterung der Vorschriften durch die MiFID II und die Finanzmarktverordnung (Markets in Financial Instruments Regulation – MiFIR) zum Anlass, das Regelungsmodell des systematischen Internalisierers zu analysieren und gegebenenfalls Anlass zu einer weiteren Reform aufzuzeigen. Nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 20 MiFID II gilt als systematischer Internalisierer eine Wertpapierfirma, die in organisierter und systematischer Weise häufig in erheblichem Umfang mit an einem Handelsplatz gehandelten Finanzinstrumenten Handel für eigene Rechnung treibt, wenn sie Kundenaufträge außerhalb eines geregelten Marktes oder eines multilateralen bzw. organisierten Handelssystems (Multilateral/Organised Trading Facility – MTF/OTF) ausführt, ohne selbst ein MTF zu betreiben.

Am Anfang steht eine grundlegende Darstellung der unterschiedlichen Erscheinungsformen der Internalisierung und ihrer historischen Hintergründe. Sodann wird die Motivation der internalisierenden Wertpapierfirmen und ihrer Kunden beleuchtet. Zum Abschluss gibt der Verfasser einen Überblick über die Konzeption der europäischen Kapitalmarktregulierung. Der zweite Teil der Arbeit zeichnet die „dynamische Entwicklung“ nach, die die Rechtsfigur des systematischen Internalisierers in den vergangenen Jahren seit ihrer Einführung genommen hat. Im dritten Teil der Arbeit geht es um die sich nunmehr aus der MiFIR ergebenden Transparenzpflichten des systematischen Internalisierers sowie die Wohlverhaltenspflichten nach der MiFID II, die durch das 2. FiMaNoG in den §§ 63 ff. WpHG umgesetzt wurden. Die neuen Melde- und Aufzeichnungspflichten der Art. 24 ff. MiFIR werden ebenfalls dargestellt. Der Schwerpunkt der Untersuchung liegt auf den Vorhandelstransparenzpflichten, die die einzigen Pflichten darstellen, die ausschließlich den systematischen Internalisierer betreffen. Der letzte Teil der vorliegenden Arbeit geht der Frage nach, welche Auswirkungen Verstöße des systematischen Internalisierers gegen seine Transparenz-, Wohlverhaltens- oder Meldepflichten entfalten können. In Betracht kommen einerseits verwaltungsrechtliche Sanktionen, andererseits Schadensersatzansprüche von Anlegern nach bürgerlichem Recht. Eine Strafbarkeit der Betreiber des systematischen Internalisierers nach § 264a StGB aufgrund eines Verstoßes gegen die internalisierungsspezifischen Pflichten scheidet, wie der Verfasser zutreffend begründet, hingegen aus.

Der Verfasser versteht es, die Pflichten des systematischen Internalisierers trotz der unübersichtlichen Systematik der Regeln und ungeachtet zahlreicher Übersetzungsfehler herauszuarbeiten und zu konkretisieren. Die Reform der Vorhandelstransparenzpflichten für den internalisierten Handel mit Eigenkapitalinstrumenten und eigenkapitalähnlichen Finanzinstrumenten bezeichnet der Verfasser als „behutsam“ und „lobenswert“. Dem Verordnungsgeber sei es bei der Reform des Pflichtenkatalogs gelungen, sowohl dem Gemeininteresse an der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte als auch den Interessen der internalisierenden Wertpapierfirmen gerecht zu werden. Kritisch äußert sich der Verfasser demgegenüber zu der Reform der neuen Vorhandelstransparenzpflichten für die systematische Internalisierung von Aufträgen über Nichteigenkapitalinstrumente. Diese wirkten „wie mit heißer Nadel gestrickt“. Sorgfältig herausgearbeitet wird vom Verfasser die Möglichkeit eines mittelbaren *private enforcement* der anlegerschützenden Normen der §§ 63 ff. WpHG. Es bleibt abzuwarten, ob sich der EuGH in letzter Instanz der Ansicht des Verfassers anschließen wird, dass die Wohlverhaltenspflichten aufsichtsrechtliche Mindeststandards des zivilrechtlichen Pflichtenkatalogs festlegen. Wünschenswert wäre es jedenfalls.

Die Arbeit fängt außerdem die Sanktionsmöglichkeiten wegen Verstoßes gegen die Pflichten des systematischen Internalisierers ein. Im Mittelpunkt stehen ordnungswidrigkeits- und verwaltungsrechtliche Sanktionen. Die deliktsrechtlichen Haftungsvorschriften werden ebenfalls analysiert. In Betracht kommt vor allem eine Haftung nach § 826 BGB, deren Voraussetzungen in der Praxis selten vorliegen werden und sich nur schwer beweisen lassen werden. Der Verfasser hält – entgegen einer im Vordringen befindlichen Lehre (Stichwort: *private enforcement*) – die vorhandenen zivilrechtlichen Durchsetzungsmöglichkeiten insgesamt für ausreichend und effizient.

Insgesamt handelt es sich um ein gelungenes wissenschaftliches Erstlingswerk, das sich von der Technizität der Regeln nicht beeindruckt lässt, sondern mit Hilfe einer historischen Rückschau und einer komparativen Zusammenschau der einschlägigen Regeln Antworten auf komplexe Fragen sucht und findet, das kritisch hinterfragt, wo es Ungereimtheiten und Übersetzungsfehler gibt, und das um Strukturierung und Systematisierung bemüht ist. Die Einblicke und Ergebnisse bringen Licht in eine bisher kaum beachtete neue Rechtsfigur des Kapitalmarktrechts, was der Justiz und der Praxis bei der Auslegung und Anwendung der einschlägigen Normen zugutekommen wird.

Heidelberg, im November 2020

Werner F. Ebke

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|----|
| Geleitwort des Herausgebers | 7 |
| Abkürzungsverzeichnis | 21 |
| Einleitung | 29 |
| A. Einführung | 29 |
| B. Ziele | 30 |
| C. Vorgehensweise | 31 |
| Erster Teil: Grundlegung | 33 |
| § 1: Begriff und Historie der Internalisierung | 33 |
| A. Erscheinungsformen | 33 |
| I. In der Mikroökonomie | 33 |
| II. Im Wertpapierhandel | 34 |
| 1. Over-the-Counter-Handel | 34 |
| 2. Inhouse-Crossing und Matching | 35 |
| 3. Preferencing | 36 |
| 4. Xetra BEST | 36 |
| B. Historische Hintergründe | 37 |
| I. Elektronisierung des Wertpapierhandels | 37 |
| II. Liberalisierung der Kapitalmärkte | 38 |
| C. Fazit | 39 |
| § 2: Motivation zur internalisierten Auftragsausführung | 40 |
| § 3: Konzeption der Europäischen Kapitalmarktregulierung im Überblick | 41 |
| A. Regulierungsziele | 42 |
| I. Kapitalmarktspezifische Ziele | 43 |
| 1. Schutz der Funktionsfähigkeit | 43 |
| 2. Anleger- und Verbraucherschutz | 45 |
| 3. Finanzstabilität | 46 |
| II. Binnenmarktspezifische Ziele | 47 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| B. Regulierungsstrategien und -instrumente | 48 |
| I. Transparenz | 48 |
| II. Kontrolle | 50 |
| III. Harmonisierung | 51 |
| C. Fazit | 53 |
| § 4: Zusammenfassung des ersten Teils in Thesen | 54 |
| Zweiter Teil: Definition | 56 |
| § 1: MiFID I | 56 |
| A. Vorbemerkung: Rechtssetzung durch das Lamfalussy-Verfahren | 56 |
| B. Entwicklung der MiFID I | 58 |
| I. Vorphase | 58 |
| 1. Mitteilung der Kommission vom 15. November 2000 | 58 |
| a) Keine ausdrückliche Erwähnung der Internalisierung | 59 |
| b) Reaktionen der Marktteilnehmer | 60 |
| 2. Ergebnispapier der Kommission vom 24. Juli 2001 | 60 |
| II. Orientierungsphase | 61 |
| 1. Leitlinienpapier vom 25. März 2002 | 62 |
| 2. Debatte während dieser Phase | 63 |
| III. Richtlinienentwurf der Kommission vom 19. November 2002 | 64 |
| 1. Beschreibung von Internalisierung in der Begründung | 64 |
| 2. Keine Normierung im Richtlinienentwurf | 65 |
| 3. Zwischenfazit | 66 |
| IV. Verhandlungs- und Normgebungsprozess | 66 |
| 1. Die verschiedenen Lager in der Debatte | 66 |
| 2. Erste Position des Parlaments | 68 |
| 3. Position des Rates | 69 |
| 4. Das Ende des Gesetzgebungsprozesses | 70 |
| C. Definition des systematischen Internalisierers nach MiFID I | 71 |
| I. Wertpapierfirma | 73 |
| II. In organisierter und systematischer Weise häufig regelmäßig | 73 |
| 1. Präzisierung durch MiFID-I-DVO | 74 |
| a) Technische Ratschläge des CESR | 74 |

| | |
|--|----|
| b) Verzicht der Kommission auf quantitative Kriterien | 75 |
| 2. Die Kriterien im Einzelnen | 76 |
| a) Wesentliche kommerzielle Rolle | 76 |
| b) Nichtdiskretionäre Regeln und Verfahren | 77 |
| c) Personal oder technisches System | 78 |
| d) Auf kontinuierlicher Basis zur Verfügung stehen | 79 |
| 3. Die Bedeutungslosigkeit des Merkmals „regelmäßig“ | 80 |
| 4. Abgrenzung zum großvolumigen OTC-Handel | 81 |
| a) Bilateral ad hoc und unregelmäßig | 82 |
| b) Von Geschäften oberhalb der Standardmarktgröße charakterisiert | 83 |
| c) Außerhalb von Systemen des Internalisierers | 83 |
| III. Handel für eigene Rechnung durch Ausführung von Kundenaufträgen | 84 |
| 1. Zum Abschluss von Geschäften/Ausführung von Kundenaufträgen | 84 |
| 2. Mit einem oder mehreren Finanzinstrumenten | 84 |
| 3. Unter Einsatz des eigenen Kapitals/Abgrenzung zum Crossing | 85 |
| IV. Außerhalb eines geregelten Marktes oder eines MTF | 86 |
| 1. Geregelter Markt | 87 |
| 2. MTF | 88 |
| 3. Außerhalb | 88 |
| 4. Systematische Internalisierung in Xetra-Best? | 89 |
| V. Wegfall der Einordnung als systematischer Internalisierer | 90 |
| D. Zwischenfazit | 91 |
| § 2: FRUG | 91 |
| A. Gesetzgebungsprozess | 92 |
| B. Vergleich zur Definition des systematischen Internalisierers nach MiFID I | 93 |
| § 3: MiFID II / MiFIR | 94 |
| A. Vorbemerkung: Reform des Lamfalussy-Verfahrens | 95 |
| B. Entwicklung der MiFID II | 96 |
| I. Der Misserfolg des Modells „systematischer Internalisierer“ | 97 |
| 1. Schlupfloch über die „nichtdiskretionären Regeln“? | 98 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| 2. Ungenauigkeit der Definition | 99 |
| II. Technische Ratschläge des CESR vom 29. Juli 2010 | 100 |
| 1. Präzisierung der Definitionsmerkmale | 100 |
| 2. Reaktionen der Marktteilnehmer | 101 |
| III. Parlamentsresolution vom 16. November 2010 | 102 |
| IV. Konsultationspapier der Kommission vom 8. Dezember 2010 | 103 |
| 1. Befürwortung der Ideen des CESR | 103 |
| 2. Einführung des OTF als neuen Handelsplatz | 103 |
| 3. Reaktionen der Marktteilnehmer | 104 |
| V. Richtlinien- und Verordnungsvorschlag der Kommission vom 20. Oktober 2011 | 105 |
| 1. Aufspaltung in Richtlinie und Verordnung | 105 |
| 2. Erweiterung des Regulierungsrahmens des systematischen Internalisierers | 106 |
| VI. Verhandlungs- und Normgebungsprozess | 108 |
| 1. Position des Parlaments vom 26. Oktober 2012 | 108 |
| 2. Gemeinsamer Standpunkt des Rates vom 18. Juni 2013 | 110 |
| a) Die Debatte im Überblick | 110 |
| b) Minimale Änderungen der Definition | 111 |
| 3. Das Ende des Gesetzgebungsprozesses | 112 |
| VII. Verschiebung des Einführungsdatums und Änderung der MiFIR | 113 |
| C. Definition des systematischen Internalisierers nach MiFID II | 114 |
| I. Die neuen quantitativen Merkmale | 115 |
| 1. Normstruktur im Überblick | 116 |
| 2. Kriterien für „in systematischer Weise häufig“ | 117 |
| a) Prozentuale Schwellenwerte | 117 |
| b) Mindesthandelsfrequenz | 117 |
| c) Kumulative Voraussetzung der Merkmale? | 118 |
| d) Begriff des liquiden Marktes | 118 |
| e) Abgrenzung zum großvolumigen OTC-Handel | 119 |
| 3. Kriterien für „in erheblichem Umfang“ | 120 |
| 4. Zeitlicher Anknüpfungspunkt | 121 |
| 5. Bedeutung des Tätigkeitsbezugs der Definition | 122 |
| 6. Fehlende Bedeutung des Merkmals „organisiert“ | 122 |
| 7. Zusammenfassung | 123 |
| II. Abgrenzung zum OTF | 125 |
| 1. Reichweite der Definition und Unterschiede zum MTF | 125 |
| 2. Matching/Crossing innerhalb eines OTF | 126 |

| | |
|---|-----|
| III. Handel für eigene Rechnung | 126 |
| 1. Schlupfloch zum Crossing von Kundenaufträgen | 127 |
| 2. Änderung der DelVO 2017/565 | 128 |
| 3. Weiteres Schlupfloch nach Erwägungsgrund 19 DelVO 2017/565? | 129 |
| IV. Ohne ein multilaterales System zu betreiben | 130 |
| V. Qualifizierung ohne Schwellenwerte zu erreichen | 131 |
| § 4: 2. FiMaNoG | 132 |
| A. Gesetzgebungsprozess | 132 |
| B. Die Umsetzung im Einzelnen | 133 |
| § 5: Zusammenfassung des zweiten Teils in Thesen | 135 |
| Dritter Teil: Pflichten | 138 |
| § 1: Transparenzpflichten | 138 |
| A. Einführung | 138 |
| I. Zweck der Transparenzpflichten | 139 |
| 1. Risiken der Internalisierung | 139 |
| a) Verlust von Liquidität und Verschlechterung der Preisbildung | 139 |
| b) Cream-Skimming | 140 |
| 2. Nachteile einer Konzentration der Auftragsströme | 141 |
| 3. Herstellung von Transparenz als Präventionsstrategie | 142 |
| II. Risiken übermäßiger Transparenz | 143 |
| 1. Für Internalisierer | 143 |
| 2. Für die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte | 144 |
| III. Systematik der Transparenzvorschriften im Überblick | 145 |
| 1. Erste Stufe | 146 |
| 2. Zweite Stufe | 147 |
| 3. Kritik | 147 |
| B. Vorhandelstransparenzpflichten für den Handel mit Eigenkapitalinstrumenten | 149 |
| I. Beschränkung auf Aufträge bis zur Standardmarktgröße | 149 |
| 1. Bestimmung der Standardmarktgröße | 150 |
| a) Begriff des Marktes | 150 |
| b) Berechnung des Durchschnittswerts der Geschäfte | 151 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| 2. Die scheinbar tautologische Formulierung des Art. 14 Abs. 2 MiFIR | 151 |
| a) Vergleich mit der Vorgängerregelung | 151 |
| b) Zweck des Art. 14 Abs. 2 MiFIR | 153 |
| II. Veröffentlichungspflicht | 153 |
| 1. Ausdehnung der Veröffentlichungspflicht auf weitere Eigenkapitalinstrumente | 154 |
| 2. Gleichrangige Veröffentlichungspflicht für illiquide Finanzinstrumente? | 155 |
| a) Unterscheidungsbedürfnis | 155 |
| b) Zweck der Veröffentlichungspflicht | 156 |
| c) Ergebnis: Abgeschwächte Veröffentlichungspflicht | 157 |
| 3. Voraussetzungen der Veröffentlichungspflicht | 157 |
| 4. Inhalt der Kursofferten | 158 |
| a) Widerspiegeln der vorherrschenden Marktbedingungen | 159 |
| b) Mindestoffertengröße | 161 |
| 5. Zugang zu den Kursofferten | 162 |
| a) Diskriminierungsverbot | 163 |
| b) Zugangsgebühren | 164 |
| c) Besonderheiten für illiquide Finanzinstrumente | 164 |
| 6. Aktualisieren und Zurückziehen von Kursofferten | 165 |
| a) Außergewöhnliche Marktbedingungen | 165 |
| b) Zurückziehen ex tunc? | 166 |
| c) Stellungnahme | 167 |
| 7. Veröffentlichungsmodalitäten | 168 |
| a) Vorkehrungen: Übersetzungsfehler | 168 |
| b) Regelmäßig und kontinuierlich | 169 |
| c) Erweiterung der Veröffentlichungsmöglichkeiten durch DelVO 2017/567 | 170 |
| III. Ausführungsbestimmungen | 171 |
| 1. Zweck der Ausführungspflicht: Kontrahierungszwang? | 172 |
| a) Zivilrechtliche Einordnung der Kursofferten | 173 |
| b) Ratio legis des Kontrahierungszwangs | 174 |
| 2. Allgemeine Ausnahme der Preisverbesserung | 175 |
| a) Zweck der Preisverbesserungsmöglichkeit | 176 |
| b) Begründete Fälle | 176 |
| c) Veröffentlichte marktnahe Bandbreite | 177 |
| 3. Besondere Ausnahme bei professionellen Kunden | 177 |
| a) Teil ein und desselben Geschäfts | 178 |

| | |
|---|-----|
| b) Andere Bedingungen als der jeweilige Marktkurs | 178 |
| 4. Bestimmungen für Sonderfälle | 179 |
| a) Aufträge zwischen dem veröffentlichten Offertenvolumen und der Standardmarktgröße | 179 |
| b) Aufträge zwischen veröffentlichten Offertenvolumina | 179 |
| 5. Zahlenmäßige Beschränkungsmöglichkeiten | 180 |
| IV. Fazit: Gelungene Feinjustierung | 181 |
| C. Nachhandelstransparenzpflichten für den Handel mit Eigenkapitalinstrumenten | 182 |
| I. Gegenstand der Veröffentlichungspflicht | 182 |
| II. Veröffentlichungsmodalitäten | 183 |
| III. Verzögerte Veröffentlichung | 185 |
| D. Vorhandelstransparenzpflichten für den Handel mit Nichteigenkapitalinstrumenten | 186 |
| I. Hintergrund | 186 |
| 1. Unterschiede zwischen Märkten für Eigen- und Nichteigenkapitalinstrumente | 186 |
| 2. Normenhistorie | 187 |
| II. Beschränkung auf Aufträge bis zum typischen Geschäftsumfang | 189 |
| 1. Keine mit Art. 14 Abs. 2 MiFIR vergleichbare Klarstellung | 189 |
| 2. Bestimmung des geschäftstypischen Umfangs | 190 |
| III. Veröffentlichungspflicht | 190 |
| 1. Im Fall eines liquiden Marktes | 191 |
| a) Anfrageerfordernis | 191 |
| b) Einverständnis mit der Abgabe | 192 |
| c) Art. 18 Abs. 6 Unterabs. 2 MiFIR | 193 |
| 2. Im Fall eines illiquiden Marktes | 194 |
| a) Der beschränkte Sinngehalt der Verweisung auf Art. 9 Abs. 1 lit. a MiFIR | 194 |
| b) Die Sinnlosigkeit der Verweisung auf Art. 9 Abs. 1 lit. b MiFIR | 195 |
| c) Befreiungstatbestand des Art. 9 Abs. 1 lit. c MiFIR | 196 |
| 3. Inhalt der Kursofferten | 197 |
| a) Verzicht auf Mindestoffertengröße | 197 |
| b) Sinn des Art. 18 Abs. 9 MiFIR | 197 |
| 4. Zugang zu den Kursofferten | 199 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----|
| 5. Aktualisieren und Zurückziehen von Kursofferten | 200 |
| 6. Veröffentlichungsmodalitäten | 200 |
| IV. Ausführungsbestimmungen | 201 |
| 1. Ausführungspflicht | 201 |
| 2. Ausnahme der Preisverbesserung | 202 |
| 3. Zahlenmäßige Beschränkung der Aufträge | 202 |
| V. Fazit: Unstimmige Regelung und schwächerer Kontrahierungszwang | 203 |
| E. Nachhandelstransparenzpflichten für den Handel mit Nichteigenkapitalinstrumenten | 205 |
| I. Gegenstand der Veröffentlichungspflicht | 205 |
| II. Veröffentlichungsmodalitäten | 205 |
| III. Verzögerung, Aussetzung bzw. Modifikation der Veröffentlichungspflicht | 206 |
| 1. Verzögerte Veröffentlichung nach Art. 11 Abs. 1 MiFIR | 207 |
| a) Ausnahme für großvolumige Geschäfte | 208 |
| b) Ausnahme für illiquide Finanzinstrumente | 208 |
| c) Ausnahme bei Geschäften, deren Volumen den typischen Umfang übersteigt | 208 |
| 2. Aussetzung der Veröffentlichungspflicht | 209 |
| 3. Modifikation der Veröffentlichungspflicht | 209 |
| a) Forderung der Veröffentlichung von Einzelheiten und/oder in aggregierter Form | 209 |
| b) Verlängerung des Veröffentlichungszeitraums bezüglich des Volumens des Geschäfts | 210 |
| c) Veröffentlichung nur in aggregierter Form | 210 |
| d) Sonderbestimmung für öffentliche Schuldverschreibungen | 211 |
| § 2: Wohlverhaltenspflichten | 211 |
| A. Zweck der Regelungen: Individualanlegerschutz? | 212 |
| I. Individualbezogenheit der Normen | 213 |
| II. Verweis auf Befugnisse der BaFin | 214 |
| III. Wille des europäischen Gesetzgebers | 215 |
| IV. Ergebnis | 215 |
| B. Ausschluss der Anwendung gegenüber geeigneten Gegenparteien | 216 |
| I. Auswirkungen auf systematische Internalisierer | 217 |
| II. Verpflichtung zum redlichen Verhalten | 218 |

| | |
|---|-----|
| C. Wohlverhaltenspflichten im engeren Sinne | 218 |
| I. Allgemeine Redlichkeitsverpflichtung | 219 |
| II. Informationspflichten | 220 |
| 1. Redlich, eindeutig und nicht irreführend | 220 |
| 2. Informationen über Kosten | 220 |
| 3. Richtlinienkonforme Auslegung des § 68 Abs. 1 S. 1 WpHG | 221 |
| III. Angemessenheitsprüfung | 222 |
| IV. Vorschriften für die Bearbeitung von Kundenaufträgen | 223 |
| 1. Behandlung vergleichbarer Aufträge verschiedener Kunden | 224 |
| 2. Offenlegungspflicht in Bezug auf Kundenlimitaufträge | 224 |
| D. Bestausführungspflicht | 225 |
| I. Die Regelungen im Überblick | 225 |
| II. Verzahnung von Bestausführungs- und Vorhandelstransparenzpflichten | 226 |
| III. Beschränkung des Anwendungsbereichs der Bestausführungspflicht | 227 |
| 1. Besondere Beschränkung für systematische Internalisierer | 227 |
| 2. Erfüllungsfiktion nach Kundenweisung | 228 |
| IV. Treffen von Vorkehrungen zur Erreichung des bestmöglichen Ergebnisses | 229 |
| 1. Verfahrensbezogenheit | 229 |
| 2. Festlegung von Ausführungsgrundsätzen | 229 |
| a) Kriterien und Gewichtung | 230 |
| b) Anwendung auf systematische Internalisierer | 230 |
| 3. Neues Kriterium: Hinreichend | 232 |
| V. Überwachung oder Überprüfung (Monitoring) | 232 |
| VI. Informationspflichten und Mitwirkung der Kunden | 233 |
| § 3: Aufzeichnungs- und Meldepflichten | 234 |
| A. Pflicht zum Führen von Aufzeichnungen | 234 |
| B. Pflicht zur Meldung von Geschäften | 235 |
| I. Inhalt der Meldungen | 235 |
| II. Meldungsmodalitäten | 236 |
| C. Pflicht zur Bereitstellung von Referenzdaten | 237 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----|
| § 4: Zusammenfassung des dritten Teils in Thesen | 238 |
| Vierter Teil: Sanktionen und Haftung | 245 |
| § 1: Verwaltungsrechtliche Sanktionen | 245 |
| A. Verstöße gegen Transparenzpflichten | 246 |
| I. Vorhandelstransparenzpflichten | 246 |
| 1. Eigenkapitalinstrumente | 247 |
| 2. Nichteigenkapitalinstrumente | 247 |
| 3. Unzureichende Umsetzung der Richtlinie | 248 |
| II. Nachhandelstransparenzpflichten | 249 |
| B. Verstöße gegen Wohlverhaltenspflichten | 249 |
| I. Informationspflichten, Angemessenheitsprüfung und Kommunikation mit geeigneten Gegenparteien | 249 |
| II. Unzureichende Umsetzung der Richtlinie | 250 |
| III. Bestausführungspflicht | 251 |
| C. Verstöße gegen Aufzeichnungs- und Meldepflichten | 251 |
| D. Höhe der Geldbuße | 251 |
| § 2: Zivilrechtliche Schadensersatzansprüche | 252 |
| A. Rechtsnatur der Vorschriften | 252 |
| I. Wohlverhaltenspflichten | 252 |
| 1. Abgrenzung anhand der klassischen Abgrenzungstheorien | 254 |
| a) Interessentheorie | 254 |
| b) Subordinationstheorie | 255 |
| c) Modifizierte Subjektstheorie | 255 |
| d) Zwischenfazit: Kumulative Anwendung der Abgrenzungstheorien | 256 |
| 2. Einordnung als öffentliches Recht | 257 |
| a) Rechtsgrundlagen der MiFID II und des 2. FiMaNoG | 257 |
| b) Gesetzgebungsmaterialien | 258 |
| c) Individualanlegerschutz | 259 |
| d) Befugnisse der BaFin | 260 |
| e) Zwischenfazit | 261 |
| 3. Ablehnung der Doppelnormtheorie | 261 |

| | |
|---|-----|
| 4. Ausstrahlungswirkung | 263 |
| a) Erforderlichkeit aufgrund des Effektivitätsgrundsatzes? | 264 |
| b) Art. 69 Abs. 2 Unterabs. 3 MiFID II | 265 |
| c) Aufsichtsrechtliche Mindeststandards | 269 |
| 5. Fazit | 270 |
| II. Transparenzpflichten | 271 |
| 1. Einordnung als öffentliches Recht | 271 |
| 2. Keine Ausstrahlungswirkung auf die Vertragspflichten | 273 |
| III. Aufzeichnungs- und Meldepflichten | 273 |
| B. Vertragliche und vertragsähnliche Ansprüche | 273 |
| C. Deliktsrechtliche Ansprüche | 275 |
| I. § 823 Abs. 2 S. 1 BGB | 275 |
| 1. Einordnung als Schutzgesetze? | 275 |
| a) Einfluss des Art. 69 Abs. 2 Unterabs. 3 MiFID II | 276 |
| b) Keine Schutzgesetzqualität der anlegerschützenden Wohlverhaltenspflichten | 277 |
| 2. Zwischenergebnis | 278 |
| II. § 826 BGB | 279 |
| § 3: Zusammenfassung des vierten Teils in Thesen | 280 |
| Schlussbetrachtung und Ausblick | 285 |
| Literaturverzeichnis | 289 |
| Quellenverzeichnis | 303 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|----------------------|--|
| 2. FiMaNoG | Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz |
| a.A. | anderer Ansicht |
| ABl | Amtsblatt |
| Abs. | Absatz, Absätze |
| AcP | Archiv für civilistische Praxis |
| a.F. | alte Fassung |
| Am.Econ. Rev. | American Economic Review |
| AEUV | Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union |
| AG | Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift) |
| APA | genehmigtes Veröffentlichungssystem im Sinne von Art. 4 Abs. 1 Nr. 52 MiFID II |
| Az. | Aktenzeichen |
| BaFin | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht |
| Bank. & Fin. L. Rev. | Banking & Finance Law Review |
| BB | Betriebs-Berater |
| BCN | Broker Crossing Network |
| Bd. | Band |
| BeckOK | Beck'scher Online Kommentar |
| Begr. | Begründer |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGBI. | Bundesgesetzblatt |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BGHZ | Sammlung der Entscheidungen des BGH in Zivilsachen |
| BKR | Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht |
| BörsZtg | Börsen-Zeitung |
| BörsG | Börsengesetz |
| BR-Drs. | Drucksachen des deutschen Bundesrats |
| BT-Drs. | Drucksachen des deutschen Bundestags |
| Bus. Law. | Business Lawyer (Zeitschrift) |
| bzw. | beziehungsweise |
| CCZ | Corporate Compliance Zeitschrift |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|----------------|--|
| CDS | Credit Default Swaps |
| CESR | Committee of European Securities Regulators |
| d. Verf. | der Verfasser, den Verfasser |
| d.h. | das heißt |
| DelVO | Delegierte Verordnung |
| DelVO 2017/565 | Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie |
| DelVO 2017/567 | Delegierte Verordnung (EU) 2017/567 der Kommission vom 18. Mai 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, Transparenz, Portfoliokomprimierung und Aufsichtsmaßnahmen zur Produktintervention und zu den Positionen |
| DelVO 2017/583 | Delegierte Verordnung 2017/583 der Kommission vom 14. Juli 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente durch technische Regulierungsstandards zu den Transparenzanforderungen für Handelsplätze und Wertpapierfirmen in Bezug auf Anleihen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate und Derivate |
| DelVO 2017/585 | Delegierte Verordnung (EU) 2017/585 der Kommission vom 14. Juli 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für die Datenstandards und -formate für die Referenzdaten für Finanzinstrumente und die technischen Maßnahmen für Finanzinstrumente und die technischen Maßnahmen in Bezug auf die von der ESMA und den zuständigen Behörden zu treffenden Vorkehrungen |

| | |
|----------------|--|
| DelVO 2017/587 | Delegierte Verordnung (EU) 2017/587 der Kommission vom 14. Juli 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente durch technische Regulierungsstandards mit Transparenzanforderungen für Handelsplätze und Wertpapierfirmen in Bezug auf Aktien, Aktienzertifikate, börsengehandelte Fonds, Zertifikate und andere vergleichbare Finanzinstrumente und mit Ausführungspflichten in Bezug auf bestimmte Aktiengeschäfte an einem Handelsplatz oder über einen systematischen Internalisierer |
| DelVO 2017/590 | Delegierte Verordnung (EU) 2017/590 der Kommission vom 28. Juli 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Meldung von Geschäften an die zuständigen Behörden |
| ders. | derselbe |
| dies. | dieselbe, dieselben |
| E.L. Rev | European Law Review |
| EBA | European Banking Authority |
| EBLR | European Business Law Review |
| EBOR | European Business Organization Law Review |
| ECMI | European Capital Markets Institute |
| eds. | Editors |
| EGV | Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft |
| EIOPA | European Insurance and Occupational Pensions Authority |
| EMFT | Emerging Markets Finance and Trade (Zeitschrift) |
| endg. | endgültig |
| ESMA | European Securities and Markets Authority |
| ESMA-VO | Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission |
| et. al. | et alii |
| EU | Europäische Union |
| EuGH | Gerichtshof der Europäischen Union |
| EU-Kommission | Europäische Kommission |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|-----------------------------|---|
| EUR | Euro |
| EuR | Europarecht (Zeitschrift) |
| EuropUR | Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht |
| EUV | Vertrag über die Europäische Union |
| EuZW | Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| EWS | Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht (Zeitschrift) |
| f. | folgende |
| FAJ | Financial Analysts Journal |
| FBF | Fédération Bancaire Française |
| FESCO | Forum of European Securities Commissions |
| FESE | Federation of European Securities Exchanges |
| ff. | folgende |
| FG | Festgabe |
| Financ. Mark. Portf. Manag. | Financial Market Portfolio Management (Zeitschrift) |
| FinDAG | Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz |
| Forts. | Fortsetzung |
| FN | Fußnote |
| FRUG | Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz |
| FS | Festschrift |
| FSAP | Financial Services Action Plan |
| G 20 | Gruppe der 20 |
| GG | Grundgesetz |
| ggfs. | gegebenenfalls |
| GPR | Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union |
| h.M. | herrschende Meinung |
| HdB BankR | Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht |
| HdB KapitalanlageR | Handbuch des Kapitalanlagerechts |
| Hervorh. d. Verf. | Hervorhebungen durch den Verfasser |
| HGB | Handelsgesetzbuch |
| i.E. | im Ergebnis |
| i.V.m. | in Verbindung mit |
| IPO | Initial Public Offering |
| ISDA | International Swaps and Derivatives Association |
| J. Appl. Corp. Fin. | Journal of Applied Corporate Finance |
| J. Fin. Eco. | Journal of Financial Economics |

| | |
|------------------------------|---|
| J. Fin. Intermed. | Journal of Financial Intermediation |
| J. Fin. | The Journal of Finance |
| JFM | Journal of Financial Markets |
| JuS | Juristische Schulung |
| JZ | Juristenzeitung |
| KMRK | Kapitalmarktrechtskommentar |
| KölnKommWpHG | Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz |
| KWG | Kreditwesengesetz |
| Leerverkaufs- verordnung | Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps |
| lit. | littera |
| Loy. U. Chi. L. J. m.w.N. | Loyola University Chicago Law Journal mit weiteren Nachweisen |
| MAR | Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission |
| MiFID I | Markets in Financial Instruments Directive; Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates |
| MiFID II | Markets in Financial Instruments Directive; Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU |
| MiFID-I-DVO | Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|------------|--|
| MiFID-I-E | Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte und zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, KOM(2002) 625 endg. |
| MiFID-II-E | Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, KOM(2011) 656 endg. |
| MiFIR | Markets in Financial Instruments Regulation; Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 |
| MiFIR-E | Vorschlag für Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung [EMIR] über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, KOM(2011) 652 endg. |
| Mio. | Millionen |
| MTF | multilaterales Handelssystem |
| MüKoBGB | Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch |
| MüKoHGB | Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch |
| MüKoStGB | Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch |
| NASDAQ | National Association of Securities Dealers Automated Quotations |
| NJW | Neue Juristische Wochenschrift |
| N.N. | Nomen nominandum |
| Nr. | Nummer |
| NZG | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| OEE | Observatoire de L'Épargne Européenne |
| OTF | organisiertes Handelssystem |
| OWiG | Ordnungswidrigkeitengesetz |
| RabelsZ | Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht |
| RF | Review of Finance (Zeitschrift) |
| RIW | Recht der internationalen Wirtschaft |
| Rn. | Randnummer |

| | |
|-----------|--|
| Rs. | Rechtssache |
| S. | Seite, Seiten, Satz, Sätze |
| SBR | Schmalenbach Business Review |
| sic | sic erat scriptum |
| Slg. | Sammlung |
| StGB | Strafgesetzbuch |
| sublit. | sublittera |
| Unterabs. | Unterabsatz, Unterabsätze |
| Urt. | Urteil |
| v. | vom |
| vgl. | vergleiche |
| VO | Verordnung |
| WM | Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht |
| WpDU | Wertpapierdienstleistungsunternehmen |
| WPg | Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift) |
| WpHG | Wertpapierhandelsgesetz |
| ZBB | Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft |
| ZEuP | Zeitschrift für Europäisches Privatrecht |
| ZGR | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht |
| ZHR | Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht |

