

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 Schadenersatzansprüche 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 beeindrucken 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

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

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

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

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

§ 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

Einleitung

A. Einführung

Die Regelungen über den internalisierten Wertpapierhandel, vereinfacht gesagt, über die interne Ausführung von Kundenaufträgen, zählten im Rahmen der Entwicklung der am 21. April 2004 verabschiedeten Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente – der MiFID I¹ – zu den umstrittensten Themen.² Die beinahe zwei Jahre andauernden Verhandlungen mündeten in der Schaffung einer neuen Rechtsfigur: Den systematischen Internalisierer.³ Die betreffenden Vorschriften fanden im Geltungszeitraum der MiFID I allerdings wenig Beachtung.⁴ Noch zu Beginn der Arbeit an dieser Dissertation im Jahr 2016 war in Deutschland kein Unternehmen als systematischer Internalisierer registriert.⁵ Erstaunlicherweise konnten die so kontrovers diskutierten Regelungen also nur geringe Auswirkungen entfalten.

Seit dem 3. Januar 2018 müssen die Nachfolger der MiFID I, die MiFID II⁶ und ihre Umsetzungsgesetze sowie die MiFIR⁷, innerhalb der Europäischen Union angewendet werden. An dem Regelungsmodell des systematischen Internalisierers wurde festgehalten. Die Vorschriften haben jedoch eine beachtliche Reform erfahren, sodass vielfach ein Zuwachs an regis-

1 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.

2 *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1749, 1750; *Mutschler*, Internalisierung, S. 151.

3 Abs. 4 Abs. 1 Nr. 7 MiFID I.

4 So auch *Bialluch*, WM 2015, S. 2030.

5 Die entsprechende Datenbank der *ESMA* ist mittlerweile nicht mehr online verfügbar. Vgl. daher statt vieler *CESR*, Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Equity Markets, CESR/10-802, S. 17.

6 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.

7 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.

trierten systematischen Internalisierern vorausgesagt wurde.⁸ Nicht nur wurde die Definition des systematischen Internalisierers überarbeitet. Vielmehr wurden die sich zuvor lediglich auf den Handel mit Aktien beschränkenden Vorhandelstransparenzpflichten auf die Internalisierung von Aufträgen über weitere Kategorien von Eigenkapitalinstrumenten und sogar auf Nichteigenkapitalinstrumente erweitert. Die neuen Vorhandelstransparenzpflichten des systematischen Internalisierers wurden in der rechtswissenschaftlichen Literatur bislang kaum untersucht.

Auch abseits der internalisierungsspezifischen Regelungen ergeben sich interessante Fragestellungen. So müssen systematische Internalisierer einem Großteil der allgemeinen Wohlverhaltensregeln für Wertpapierfirmen nachkommen. Damit verbunden ist eine der umstrittensten Thematiken des Kapitalmarktrechts: Die Frage, ob Verstöße gegen wertpapierrechtliche Wohlverhaltenspflichten Schadensersatzansprüche einzelner Anleger nach sich ziehen können.⁹

B. Ziele

Die Arbeit nimmt die Überarbeitung und Erweiterung der Vorschriften durch die MiFID II / MiFIR zum Anlass, das Regelungsmodell des systematischen Internalisierers zu analysieren und gegebenenfalls Anlass zu einer weiteren Reform aufzuzeigen. Ein universelles Verständnis von internalisiertem Wertpapierhandel existiert nicht. Daher soll die Internalisierung zunächst durch Darstellung ihrer verschiedenen Facetten begrifflich ergründet werden. Die Vorschriften des systematischen Internalisierers beruhen auf Gemeinschaftsrecht. Es gilt somit ebenfalls wenigstens holzschnittartig herauszuarbeiten, welche Regulierungsziele und -strategien der europäischen Kapitalmarktgesetzgebung zugrunde liegen. Auf nächster Ebene soll die Definition des systematischen Internalisierers umfassend analysiert werden. Aufgrund ihrer Komplexität und teilweisen Mehrdeutigkeit ist es erforderlich, die einzelnen Merkmale der Definition herauszuarbeiten und jeweils eigenständig zu untersuchen. Daneben ist die Genese der Definition nachzuzeichnen, um im Rahmen der Auslegung der dyna-

8 *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 226; *Gomber/Zimmermann*, Off-Exchange Intermediation, S. 2; *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250, 258; „BaFin erwartet mehr systematische Internalisierer“, BörsZtg v. 30.9.2016, S. 5.

9 Treffend in Bezug auf die Einordnung als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB *Einsele*, JZ 2014, 703, 710 „...die Gretchenfrage schlechthin“.