

Das Konzept des systematischen Internalisierers unter MiFID II/MiFIR

Intention, Abgrenzung und Schwierigkeiten in der praktischen Anwendung

DAVID HABERFELLNER

Abstract

Das Kapitalmarktrecht hat durch das seit 3. Jänner 2018 anwendbare Gesetzespaket rund um MiFID II/MiFIR massive Änderungen erfahren. Der Gesetzgeber hat damit versucht die Kapitalmärkte vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise widerstandsfähiger und transparenter zu gestalten. Darüber hinaus stand im Fokus faire Wettbewerbsbedingungen zu schaffen.

Die Akteure des Kapitalmarktes sind dadurch neuen Rahmenbedingungen unterworfen. Ein Baustein dieser Neuordnung ist das Konzept des systematischen Internalisierers. Obwohl dieses bereits unter MiFID I bekannt war, stellt sich aufgrund der umfangreichen Anpassungen und Ergänzungen ein völlig neues Bild dar. Nicht nur der Anwendungsbereich hinsichtlich der maßgeblichen Transparenzbestimmungen für systematische Internalisierer wurde überarbeitet, sondern auch die Bestimmungsmechanismen, wann sich eine Wertpapierfirma als systematischer Internalisierer qualifiziert. Hauptaspekt sind hier die nun quantifizierten Schwellwerte, die eine Objektivierung und Klarheit in der Anwendung bringen sollen. Auch der sachliche Anwendungsbereich und die damit einhergehende Frage nach der Relevanz gewisser Transaktionen, wurde überarbeitet und wird in dieser Arbeit behandelt.

Nach der Erörterung dieser Aspekte zur Qualifikation als systematischer Internalisierer, widmet sich diese Arbeit den daraus ergebenden Rechtsfolgen. Ein Hauptaspekt sind hier die neuen Transparenzvorschriften und insbesondere die Erweiterung auf Nichteigenkapitalinstrumente. Die Arbeit beschäftigt sich anschließend mit weiteren Rechtsfolgen wie der Handelsplatzpflicht, der Referenzdatenmeldung, Berichtspflichten im Rahmen der Best Execution Bestimmungen sowie der Tick Size Regelung.

Aufgrund der komplexen Regelungsmaterie und der umfangreichen Level I, II und III Rechtsakte, soll in dieser Arbeit ein konsolidiertes Bild der systematischen Internalisierung unter MiFID II/MiFIR gegeben werden. Zu diesem Zweck werden neben den Rahmenrechtsakten und delegierten Rechtsakten insbesondere auch begleitende Maßnahmen, wie zum Beispiel die ausführlichen Q&A Dokumente der European Securities and Markets Authority (ESMA), berücksichtigt.

Schlagworte

Handelsplatzpflicht; MiFID II; MiFIR; Nachhandelstransparenz; Referenzdatenmeldung; Systematischer Internalisierer; Tick Size; Vorhandelstransparenz

Rechtsquellen

VO (EU) 600/2014 (MiFID II); RL 2014/65/EU (MiFIR); Delegierte VO (EU) 2017/565; Delegierte VO (EU) 2017/567

Inhaltsübersicht

I.	Einleitung	241
	A. Problemstellung	241
	B. Vorgehensweise	242
II.	Konzept des systematischen Internalisierers	243
	A. Begriffsbestimmung und Definition	243
	B. Überarbeitung im Rahmen von MiFID II/MiFIR	244

	1. Relevante Level I Dokumente	244
	2. Relevante Level II Dokumente	245
	3. Relevante Level III Dokumente	245
	C. Abgrenzung zu anderen Ausführungsplätzen	246
III.	Qualifikation als systematischer Internalisierer	247
	A. Relevante Transaktionen	247
	B. Quantitative Schwellwerte für Eigenkapitalinstrumente	249
	C. Quantitative Schwellwerte für Nichteigenkapitalinstrumente	249
	1. Schwellwerte für Schuldverschreibungen	249
	2. Schwellwerte für strukturierte Finanzprodukte	249
	3. Schwellwerte für Derivate	250
	4. Schwellwerte für Emissionszertifikate	250
	5. Zusammenfassung der Schwellwert und Entscheidungslogik	250
	D. Sonstige Aspekte der Schwellwertberechnung	251
	E. Klassifizierung von Finanzinstrumenten	252
IV.	Rechtsfolgen des systematischen Internalisierers	254
	A. Organisatorische Rechtsfolgen	254
	B. Auswirkungen im Rahmen der Vorhandelstransparenz	255
	1. Eigenkapital- und Nichteigenkapitalinstrumente und andere Instrumentenmerkmale	255
	2. Quotierung für Eigenkapitalinstrumente	256
	3. Quotierung für Nichteigenkapitalinstrumente	258
	4. Art und Weise der Datenbereitstellung	261
	C. Auswirkungen im Rahmen der Nachhandelstransparenz	261
	D. Auswirkungen im Rahmen der Handelsplatzpflicht	263
	E. Bereitstellung von Referenzdaten für Finanzinstrumente	264
	F. Auswirkungen im Rahmen anderer Bestimmungen der MiFID II/MiFIR	266
	1. Best Execution	266
	2. Tick Size	268
V.	Zusammenfassung und Ausblick	269
VI.	Abkürzungsverzeichnis	271
VII.	Quellenverzeichnis	272
	A. Literaturverzeichnis	272
	B. Rechtsquellen	272
	1. Level I	272
	2. Level II	273
	3. Level III, CPs, DPs, Reports, Opinions	273
	4. Nationale Rechtsakte	274
	C. Online Rechtsquellen	274
	D. Abkürzungsverzeichnis	274
	D. Tabellenverzeichnis	274

I. Einleitung

Am 3. Jänner 2018 kam das umfangreiche Gesetzespaket aus der zweiten Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente MiFID II¹ und der Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente MiFIR² in Anwendung. Die beiden Level 1 Rechtsakte werden von einer Fülle an Level II und Level III Maßnahmen begleitet. Vor dem Hintergrund der Finanzkrise und der darin offenbarten Schwächen hinsichtlich des Finanzmarktsystems, wurde die finale Richtlinie und Verordnung am 15. Mai 2014 veröffentlicht. Neben dem Anlegerschutz ist eines der Hauptziele dieser Novellierung der MiFID I die Transparenz an den Finanzmärkten zu stärken.³ Dazu wurden einerseits die Anforderungen an bereits unter MiFID I bestehende Handelsplatzkonzepte verschärft aber andererseits wurde auch der bis dahin weniger strikt geregelte OTC Handel in Richtung Handelsplatz oder Handelsplatz ähnlichen Konstrukten gedrängt.

In diesem Rahmen wurde das bereits unter MiFID I für Eigenkapitalinstrumente bekannte Konzept des systematischen Internalisierers auch auf Nichteigenkapitalinstrumente erweitert. Damit soll auch für diese Finanzinstrumente die Tendenz einer Verlagerung von bilateralen Geschäften hin zu möglichst transparenten Ausführungsplätzen verstärkt werden.⁴ Neben der Erweiterung des Anwendungsbereiches wurde aber auch mit einer wesentlich detaillierteren Bestimmung und quantitativen Kriterien zur Qualifizierung als systematischer Internalisierer versucht, klare Rahmenbedingungen zu schaffen.⁵ Während Ende 2017 erst 12 systematische Internalisierer im ESMA Register geführt wurden – was die sehr eingeschränkte praktische Relevanz des Konzeptes unter der ersten Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente MiFID I⁶ unterstreicht – so finden sich am

12. Mai 2020 bereits 222 Wertpapierfirmen, welche als systematischer Internalisierer registriert sind, auf der Website der ESMA.^{7,8}

Darüber hinaus ist die Anwendbarkeit von vielen weiteren und insbesondere auch neu eingeführten Konzepten an den Status als systematischer Internalisierer gekoppelt. Dazu gehören neben den in ihren Grundsätzen bereits unter MiFID I geregelten Quotierungspflichten, die Pflicht zur Veröffentlichung von Nachhandelsdaten für Wertpapierfirmen und insbesondere systematische Internalisierer. Außerdem sind die Verpflichtungen zur Ausführung von Geschäften an Handelsplätzen und die Pflicht zur Bereitstellung von Referenzdaten für Finanzinstrumente als Rechtsfolgen von Bedeutung. Zusammenfassend lassen sich also weitreichende Änderungen sowohl in der Definition als auch in der Rechtsfolge des Konzeptes beobachten.

A. Problemstellung

Diese grundlegenden Veränderungen und Erweiterungen hatten zur Folge, dass sich bereits vor Inkrafttreten von MiFID II/MiFIR und den begleitenden Level II und Level III Maßnahmen eine Unsicherheit im Markt hinsichtlich der Auswirkungen dieses Regimes ausbreitete.⁹ Nun, rund eineinhalb Jahre nach Inkrafttreten, hat sich zwar die Erwartung einer fundamentalen Veränderung der Marktstruktur nicht erfüllt, jedoch bleibt einiges an Unsicherheit zurück. Dies nicht zuletzt aufgrund weiterhin herrschender Unklarheiten in Bezug auf die Qualifizierung als systematischer Internalisierer, deren Erstreckung und Rechtsfolgen.

Diese Arbeit soll einerseits ein konsolidiertes Bild über die umfassenden Änderungen und Erweiterungen des Konzeptes der systematischen Internalisierung im Rahmen der MiFID II/MiFIR geben. Andererseits sollen aber auch spezielle offene Fragestellungen betrachtet und geklärt werden.

Die konkreten Problemfelder, die durch eine Konsolidierung aller zur Verfügung stehenden Quellen und unter Anwendung rechtswissenschaftlicher Interpretationsmethoden gelöst werden sollen, lauten:

1 Engl für Markets in Financial Instruments Directive; Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl L 173/349, nachfolgend MiFID II genannt.

2 Engl für Markets in Financial Instruments Regulation; Verordnung (EU) Nr 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr 648/2012, ABl L 173/84, nachfolgend MiFIR genannt.

3 Vgl ErwGr 4 RL 20014/65/EU.

4 *Gomber/Nassauer*, Neuordnung der Finanzmärkte in Europa durch MiFID II/MiFIR, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2014, 26.

5 *Meljnik*, Systematische Internalisierung: Eckpunkte des neuen Aufsichtsregimes nach MiFID II/MiFIR <https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa_bj_1704_Internalisierung.html> (30.9.2019).

6 Engl für 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 der 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, ABl L 2004/145, nachfolgend MiFID I genannt.

7 *Happel/Süss*, MiFID II – eine neue Handelslandschaft entsteht, in Teuber/Schröder (Hrsg), MiFID II/MiFIR Umsetzung in der Bankpraxis (2015), 227.

8 *ESMA*, Financial Instruments Reference Data System, <https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_firds> (25.5.2020).

9 *Wilkes*, Not on the list: Mifid's systematic internaliser mystery, Risk 2017.

- ▷ Welche Geschäftsarten und insbesondere welche Transaktionen sind für die Bestimmung des Status als systematischer Internalisierer heranzuziehen?
- ▷ Welche Schwellwerte gibt es und wie sind diese anzuwenden?
- ▷ Auf welche Finanzinstrumente erstreckt sich die Qualifizierung als systematischer Internalisierer in einem einzelnen Instrument? Welche Klassifizierungen sind dafür heranzuziehen?
- ▷ Welche Rechtsfolgen ergeben sich aus dem Status als systematischer Internalisierer hinsichtlich der Quotierungsverpflichtungen? Welche faktischen Verpflichtungen sind für illiquide Instrumente anwendbar?
- ▷ Welche Rechtsfolgen ergeben sich für systematische Internalisierer hinsichtlich der Nachhandelstransparenzpflichten?
- ▷ Welche Auswirkungen hat das Konzept des systematischen Internalisierer für die Handelsplatzpflicht?
- ▷ Welche Rechtsfolgen ergeben sich für systematische Internalisierer hinsichtlich der Bereitstellung von Referenzdaten für Finanzinstrumente?
- ▷ Welche Ausnahmeregelungen sind durch die nationalen Aufsichtsbehörden möglich und welche werden genutzt?

Entsprechend der oben gestellten Fragen sollen in dieser Arbeit aufbauend auf einer allgemeinen Einführung des Konzeptes und einer Klärung der offenen Fragestellungen zur Qualifikation als systematischer Internalisierer, die Fragen zu den Rechtsfolgen umfangreich untersucht werden. Insbesondere sollen dabei die zentralen Anforderungen im Rahmen der Vor- und Nachhandelstransparenz untersucht werden, aber auch die weiteren Themen wie Handelsplatzpflicht und Referenzdatenmeldung.

Im Rahmen der Transparenzpflichten soll vor allem das komplexe Ausnahmeregime untersucht werden und geklärt werden, welche Pflichten für illiquide Nichteigenkapitalinstrumente letzten Endes schlagend werden. Darüber hinaus ist die Klärung der Frage nach der Erstreckung auf weitere Instrumente bzw. Finanzinstrument-Klassen, im Falle der Qualifikation als systematischer Internalisierer in einem Finanzinstrument, von großer Bedeutung. Hinsichtlich der Referenzdatenmeldung ist insbesondere eine Klärung der Frage nach den potentiell erfassten Instrumenten der betreffenden Meldung von Bedeutung.

Über das Ziel eine gewisse Rechtssicherheit in den oben genannten Aspekten zu erlangen, soll die Arbeit abschließend auch zu einer Einschätzung führen, inwiefern die rechtliche Neuregelung zu einer Verwirklichung der Intention des Gesetzgebers geeignet ist.

B. Vorgehensweise

In dieser Arbeit soll das Konzept des systematischen Internalisierers aufgearbeitet werden und die vorangehend aufgeführten Fragestellungen beantwortet werden. Um dieses Ziel zu erreichen wird in Kapitel zwei detailliert auf das Konzept der systematischen Internalisierung eingegangen. Dazu bedarf es einerseits einiger Begriffsbestimmungen aus dem Umfeld und einiger Erläuterungen dazu. Damit sollen die Ziele und Logik, die hinter diesem Konzept steht, zugänglich gemacht werden. Es soll auch eine Betrachtung erfolgen, wie sich die Regelungen durch die Einführung MiFID II/MiFIR verändert haben und insbesondere wie der Anwendungsbereich und die Rechtsfolgen ausgeweitet bzw konkretisiert wurden. Außerdem bedarf es zum tieferen Verständnis eine Abgrenzung zu anderen ähnlichen Konzepten. Zuletzt soll in diesem Kapitel auch noch ein Überblick über die Reaktionen am Markt vor Inkrafttreten von MiFID II/MiFIR gegeben werden.

Im dritten Kapitel der Arbeit soll das Augenmerk auf den Mechanismen zur Qualifikation als systematischer Internalisierer liegen. Dazu bedarf es einer initialen Klarstellung, welche Transaktionen für die Berechnung herangezogen werden müssen. Diese Klarstellung erfolgt durch eine Vertiefung der im vorangehenden Kapitel eingeführten Begriffsbestimmungen und Definitionen. Nach der Klärung der grundsätzlich relevanten Transaktionen wird auf die neu eingeführten quantitativen Kriterien eingegangen. Aufgrund der Systematik erfolgt dies getrennt für Eigenkapital und Nichteigenkapitalinstrumente. Die dafür notwendige Berechnung der Schwellwerte durch die Behörden wird anschließend beleuchtet. Zuletzt soll eine der wichtigsten Fragestellung im Rahmen der Anwendung des Konzeptes betrachtet werden – die Frage nach der Anwendbarkeit auf andere Finanzinstrumente im Falle der Qualifikation in einem Instrument. Dazu ist es nötig, die Klassifizierung von Finanzinstrumenten im Rahmen der MiFID II/MiFIR einzuführen und die veröffentlichten Level III Maßnahmen wie Q&As heranzuziehen.

In diesen beiden Kapiteln soll die Basis für die folgende detaillierte Betrachtung der Rechtsfolgen gelegt werden.

Nach der detaillierten Aufarbeitung der Thematik rund um die Qualifikation als systematischer Internalisierer werden logisch voranschreitend die Rechtsfolgen einer möglichen Qualifikation als solcher betrachtet. Dabei wird der Fokus zuerst auf die organisatorischen Anforderungen rund um den systematischen Internalisierer gelegt. Anschließend werden die überaus bedeutsamen Quotierungsverpflichtungen im Rahmen der Vorhandelstransparenz beleuchtet. Dabei findet sich wiederum die der Regulierung folgende Einteilung in

Eigen- und Nichteigenkapitalinstrumente. Darüber hinaus muss im Rahmen der Vorhandelstransparenz auch das Kriterium der Liquidität beachtet werden.¹⁰ Neben den Vorhandelstransparenzverpflichtungen ergeben sich durch den Status als systematischer Internalisierer auch Auswirkungen auf die Nachhandelstransparenzverpflichtungen. So ist es ua das Kriterium für die Entscheidung, bei wem die Pflicht zur Veröffentlichung von Transaktionen liegt. Ebenfalls von Bedeutung ist das Konzept im Rahmen der Handelsplatzpflicht. Für Eigenkapitalinstrumente entspricht neben dem Handel über regulierte Märkte, multilaterale und organisierte Handelssysteme auch der Handel mit einem systematischen Internalisierer den Anforderungen. Außerdem sind systematische Internalisierer nun dazu verpflichtet für die entsprechenden Finanzinstrumente Referenzdaten zur Verfügung zu stellen. Daneben beinhalten auch noch weitere Bestimmungen unter MiFID II/MiFIR Aspekte, die für systematische Internalisierer von Bedeutung sind. Wenngleich bei diesen der persönliche Anwendungsbereich ein breiterer ist und systematische Internalisierer unter vielen anderen in den persönlichen Anwendungsbereich dieser Regelungen fallen. Dazu zählen die Best Execution Verpflichtungen und das Tick Size Regime. All diese Rechtsfolgen sollen in dieser Arbeit detailliert betrachtet werden und damit ein konsolidiertes Bild über die Auswirkungen und Rechtsfolgen gegeben werden.

Im abschließenden Kapitel sollen die wichtigsten vorangehenden Ergebnisse nochmals unter dem Fokus auf die initiale Problemstellung zusammengefasst werden und ein Ausblick gegeben werden.

II. Konzept des systematischen Internalisierers

Die Internalisierung bezeichnet im Wertpapierbereich eine Vorgehensweise, bei der Kundenaufträge intern ausgeführt werden – ein Auftrag also nicht an eine dritte Partei (oftmals einen Handelsplatz) weitergegeben wird.¹¹ Ziel dieser Vorgehensweise ist es, ökonomische Vorteile zu erzielen. Dies erfolgt primär durch die Ausschaltung von Intermediären und durch die Reduktion von Handels- und Abwicklungsgebühren.¹² Ermöglicht wurde diese Vorgehensweise durch die Technologisierung der Wertpapiermärkte und weiter gefördert durch die massive Automatisierung der entsprechenden

Prozesse im Wertpapierhandel. Obwohl dadurch wirtschaftliche Vorteile für den Kunden und die entsprechend tätigen Unternehmen erzielt werden können, zeigt Schlüter sehr klar und energisch die nachteiligen Aspekte der Internalisierung auf. Konkret wird beispielsweise die Abnahme von Liquidität an den Hauptmärkten, fehlende Transparenz und die systematische Ausnutzung von minimal besseren Kursen bemängelt.¹³ Mutschler hebt insbesondere die Forderung nach der Herstellung von ausreichend Transparenz hervor und unterteilt diese entsprechend MiFID in die Aspekte der Vor- und Nachhandelstransparenz.

Das Konzept des systematischen Internalisierers wurde 2004 mit der Veröffentlichung von MiFID I eingeführt und die oben erwähnten Problemstellungen sollten entsprechend adressiert werden. MiFID II/MiFIR ging den bereits unter MiFID I begonnenen Weg weiter und versucht mit entsprechenden Bestimmungen in unterschiedlichen Bereichen (siehe Kapitel 1) die Effizienz und Transparenz solcher Alternativen zu Handelsplätzen zu stärken.¹⁴ Gleichzeitig sollte dem Konzept als Alternative zu Handelsplätzen ein klarer Rahmen hinsichtlich der Anwendbarkeit gegeben werden.

A. Begriffsbestimmung und Definition

Definiert wird der Begriff systematischer Internalisierer im allgemeinen Definitionsteil der MiFID II.¹⁵ Dort heißt es in Absatz 20: »eine Wertpapierfirma, die in organisierter und systematischer Weise häufig in erheblichem Umfang Handel für eigene Rechnung treibt, wenn sie Kundenaufträge außerhalb eines geregelten Marktes oder eines MTF bzw. OTF ausführt, ohne ein multilaterales System zu betreiben«.

Diese Definition beinhaltet sechs Aspekte, die eine Wertpapierfirma erfüllen muss, um als systematischer Internalisierer qua Erreichung der Kriterien zu gelten:

- ▷ »in organisierter und systematischer Weise häufig«
Hierfür wird bereits in Absatz 20 Artikel 4 festgelegt, dass Handelsgeschäfte als in systematischer Weise häufig gelten sollen, sofern eine gewisse Zahl an over-the-counter (OTC) Geschäften überschritten wird.
- ▷ »in erheblichem Umfang«
Ebenfalls in Absatz 20 Artikel 4 wird definiert, dass dieses Kriterium dann erfüllt sein soll, wenn mit den OTC Geschäften entweder ein gewisser Anteil am Gesamthandelsvolumen der Wertpapierfirma über-

10 Schelling, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II und MiFIR, BKR 2015, 221.

11 Mutschler, Internalisierung der Auftragsausführung im Wertpapierhandel (2007) 115 ff.

12 Theissen, Internalisierung und Marktqualität: Was bringt Xetra Best? (2002) 3.

13 Schlüter, Internalisierungssysteme im Wertpapierhandel und Börsenrecht, Schriftenreihe des Bundesverbandes der Börsenmakler und Wertpapierhändler 2004, 5.

14 Vgl. ErwGr 18 VO (EU) 600/2014.

15 Art 4 Abs 20 RL 2014/65/EU.

schritten wird oder die OTC Geschäfte der Wertpapierfirma einen gewissen Anteil am Gesamthandelsvolumen in der Union überschreiten.

- ▷ »Handel für eigene Rechnung«
Absatz 6 Artikel 4 MiFID II definiert den Handel für eigene Rechnung. Es werden dabei solche Geschäfte erfasst, bei denen unter Einsatz des eigenen Kapitals der Wertpapierfirma Wertpapier Geschäfte abgeschlossen werden.
- ▷ »wenn sie Kundenaufträge [...] ausführt«
Der Begriff des Kunden wird ebenfalls in Absatz 9 Artikel 4 MiFID II definiert und sehr allgemein gehalten. Es handelt sich um »jede natürlich oder juristische Person, für die eine Wertpapierfirma Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen erbringt«.
- ▷ »außerhalb eines geregelten Marktes oder eines MTF bzw OTF«
Bei einem geregelten Markt, MTF bzw. OTF handelt es sich um die drei unter MiFID II/MiFIR existierenden Handelsplätze.
- ▷ »ohne ein multilaterales System zu betreiben«
Als letzter Baustein zur Definition des systematischen Internalisierers ist es außerdem von Bedeutung, dass kein multilaterales System betrieben wird, da ansonsten bereits der Betrieb eines genehmigungspflichtigen Handelsplatzes vorliegen würde

Während sich Kapitel 2.3 mit den Handelsplätzen unter MiFID II/MiFIR beschäftigt und der entsprechenden Abgrenzung zum systematischen Internalisierer, werden in Kapitel 3.1 die relevanten Transaktionen näher betrachtet und eingegrenzt. Die Definition der Schwellwerte und die Berechnung wird in Kapitel 3.2–3.4 näher beschrieben. Neben diesen Definitionskriterien steht es einer Wertpapierfirma frei, sich freiwillig den Regeln des systematischen Internalisierers zu unterwerfen und dies den Behörden anzuzeigen (siehe Kapitel 4.1).

B. Überarbeitung im Rahmen von MiFID II/MiFIR

Grundsätzlich ist das Konzept des systematischen Internalisierers, wie bereits in der Einleitung beschrieben, bereits aus MiFID I für Eigenkapitalinstrumente bekannt.¹⁶ Dort werden in Artikel 27 die Grundsätze zur Quotierungspflicht und einige organisatorische Anforderungen definiert. Außerdem werden in den dazugehörigen delegierten Rechtsakten, der Verordnung 1287/2006, entsprechend Artikel 27 Absatz 7 nähere Bestimmungen definiert. Dort findet sich in Abschnitt 2 neben den Anforderungen an die Quotierungen in

¹⁶ Gapp/Gfall, Transparenzpflichten nach MiFID, ecolex 2007, 228.

Artikel 21 auch die Kriterien, die zu erfüllen sind, um als systematischer Internalisierer zu gelten.

Neben den relevanten Geschäftstätigkeiten (»Handelt eine Wertpapierfirma für eigene Rechnung, indem sie Kundenaufträge außerhalb eines geregelten Marktes oder eines MTF ausführt...«) werden dort qualitative Kriterien zur Definition der Begriffe organisiert, häufig und systematisch eingeführt. Um diese zu erfüllen, muss die entsprechende Geschäftstätigkeit eine »wesentliche kommerzielle Rolle« einnehmen und gewissen Regeln und Verfahren entsprechen (lit a). Es gibt Personal oder Systeme die für diese Geschäftstätigkeit vorgesehen sind, unabhängig davon ob diese ausschließlich oder nur teilweise für diese Aufgabe abgestellt sind (lit b). Zuletzt muss das entsprechende Angebot den Kunden auf »regelmäßiger oder kontinuierlicher Basis« zur Verfügung stehen (lit c). Diese allgemein gefassten und nicht weiter quantifizierten Kriterien standen in der Kritik, da sie eine klare Klassifizierung als systematischer Internalisierer verhindern würden.¹⁷ Darin liegt einer der Hauptgründe für die eingangs erwähnte geringe praktische Relevanz.¹⁸

Neben den beiden Rahmenechtsakten MiFID II/MiFIR wurden vier delegierte Verordnungen bzw Richtlinien, 47 technische Regulierungs- und Durchführungsstandards sowie 12 Q&A Dokumente von den zuständigen Behörden veröffentlicht.

Für das Konzept des systematischen Internalisierers sind zusätzlich zu den beiden Level 1 Rechtsakten 2 delegierte Verordnungen, 5 Regulierungsstandards (RTS) und 4 Q&A Dokumente der ESMA relevant. Es zeigt sich allein an diesen Zahlen, dass die Bedeutung des Konzeptes und der Detaillierungsgrad im Vergleich zu MiFID I zugenommen hat.

Im Unterschied zu MiFID I spielt die nationale Umsetzung aufgrund der Regelung in Verordnungen und technischen Standards nur mehr eine äußerst untergeordnete Rolle. Einzig die Information und Meldung über den Status des systematischen Internalisierers ist weiterhin national umgesetzt, da hier die Verordnung eine entsprechende nationale Regelung vorsieht.¹⁹

1. Relevante Level I Dokumente

- ▷ Verordnung (EU) 600/2014 (MiFIR)
Hier werden in Titel III in den Artikeln 14, 15, 18, 20 und 21 die allgemeinen Transparenzanforderungen geregelt. Darüber hinaus wurde Artikel 17a eingeführt, der regelt, dass auch systematische Internalisierer

¹⁷ Gomber/Hirschberg, Ende oder Stärkung der konventionellen Börsen? Die Umsetzung der MiFID in Deutschland, AG 2006, 777.

¹⁸ Happel/Süss, in Teuber/Schröder, MiFID II/MiFIR Umsetzung in der Bankpraxis, 227.

¹⁹ Art 15 Abs 1 VO (EU) 600/2014; Art 18 Abs 4 VO (EU) 600/2014.

entsprechend der ursprünglich nur für Handelsplätze relevanten Tick-Größen zu quotieren haben. Artikel 23 regelt, dass Aktien, die an einem Handelsplatz gehandelt werden oder an einem Handelsplatz zugelassen sind, grundsätzlich an einem geregelten Markt, MTF oder systematischen Internalisierers gehandelt werden müssen. Außerdem regelt Artikel 27 die Verpflichtung zur Meldung von Referenzdaten.

▷ Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II)

Die Definition für systematische Internalisierer wird in den allgemeinen Definitionen in Artikel 4 eingeführt. In den Level II Dokumenten wird diese entsprechend der einzelnen Asset-Klassen näher spezifiziert und mit Schwellwerten versehen. Das durch Artikel 17a MiFIR auf systematische Internalisierer erweiterte Tick-Größen Regime wird in Artikel 49 MiFID II definiert.

2. Relevante Level II Dokumente

▷ Delegierte Verordnung (EU) 2017/565²⁰

In den Artikeln 12–16 werden je Asset-Klasse die exakten Kriterien festgeschrieben, die sich wiederum unterscheiden, ob es sich um liquide oder illiquide Finanzinstrumente handelt.

▷ Delegierte Verordnung (EU) 2017/567²¹

In den Artikeln 6–11 finden sich die allgemeinen Anforderungen zur Veröffentlichung von Marktdaten. In Kapitel 3 werden wiederum die spezifisch für systematische Internalisierer anwendbaren Vorhandels-Transparenzbestimmungen definiert.

▷ RTS 1²² Transparenzanforderungen für Handelsplätze und Wertpapierfirmen in Bezug auf Aktien, Aktienzertifikate, börsengehandelte Fonds, Zertifikate und andere vergleichbare Finanzinstrumente

▷ RTS 2²³ Transparenzanforderungen für Handelsplätze und Wertpapierfirmen in Bezug auf Anleihen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate und Derivate

▷ RTS 11²⁴ Tick-Größen-System für Aktien, Aktienzertifikate und börsengehandelte Fonds

▷ RTS 23²⁵ Datenstandards und -formate für die Referenzdaten für Finanzinstrumente

▷ RTS 27²⁶ Daten, die Ausführungsplätze zur Qualität der Ausführung von Geschäften veröffentlichen müssen

3. Relevante Level III Dokumente

▷ Q&A on MiFID II and MiFIR market structures topics²⁷

▷ Q&A on MiFIR data reporting²⁸

▷ Q&A on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics²⁹

▷ Q&A on MiFID II and MiFIR transparency topics³⁰

20 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, ABL L 87/1.

21 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, ABL L 87/90.

22 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, ABL L 87/387, nachfolgend RTS 1 genannt.

23 Delegierte Verordnung (EU) 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, ABL L 87/229, nachfolgend RTS 2 genannt.

24 Delegierte Verordnung (EU) 2017/588 der Kommission vom 14. Juli 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für das Tick-Größen-System für Aktien, Aktienzertifikate und börsengehandelte Fonds, ABL L 87/411, nachfolgend RTS 11 genannt.

25 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 in Bezug auf die von der ESMA und den zuständigen Behörden zu treffenden Vorkehrungen, ABL L 87/368, nachfolgend RTS 23 genannt.

26 Delegierte Verordnung (EU) 2017/575 der Kommission vom 8. Juni 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente durch technische Regulierungsstandards bezüglich der Daten, die Ausführungsplätze zur Qualität der Ausführung von Geschäften veröffentlichen müssen, ABL L 87/152, nachfolgend RTS 27 genannt.

27 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR market structures topics, ESMA70-872942901-38 vom 5.12.2019, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf> (25.5.2020).

28 ESMA, Questions and Answers on MiFIR data reporting, ESMA70-1861941480-56 vom 6.12.2019, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-1861941480-56_qas_mifir_data_reporting.pdf> (25.5.2020).

29 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, ESMA35-43-349 vom 18.2.2020, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_to_pics.pdf> (25.5.2020).

30 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, ESMA70-872942901-35 vom 5.12.2019, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35_qas_on_mifid_ii_and_mifir_transparency_topics.pdf> (25.5.2020).

C. Abgrenzung zu anderen Ausführungsplätzen

Unter MiFID II/MiIFR sind drei unterschiedliche Typen von Handelsplätzen bekannt. Während der geregelte Markt und das multilaterale Handelssystem (MTF) bereits unter MiFID I bekannt waren, wurde nun mit dem organisierten Handelssystem (OTF) ein dritter Typus von Handelsplatz eingeführt.³¹

Allen Handelsplätzen ist gemein, dass es sich um ein multilaterales System handelt, das die Interessen von Dritten innerhalb dieses Systems zusammenführt.³² Wohingegen ein systematischer Internalisierer Aufträge auf bilateraler Basis ausführt.³³

Ein geregelter Markt kann nur von einem Marktbetreiber und nicht von einer Wertpapierfirma betrieben werden und unterliegt den Regeln entsprechend Titel III MiFID II. Der Marktbetreiber muss bei dieser Form des Handelsplatzes nichtdiskretionäre Regeln anwenden.³⁴ Die Umsetzung von Titel III erfolgt in der österreichischen Gesetzgebung im Börsengesetz, ebenso wie die Umsetzung der Bestimmungen zu MTF und OTF

Ein multilaterales Handelssystem ähnelt von der Funktionsweise der eines geregelten Marktes. So muss auch der Betreiber eines MTF nach nichtdiskretionären Regeln Geschäfte ausführen. Allerdings darf ein MTF nicht nur von einem Marktbetreiber, sondern auch von einer Wertpapierfirma betrieben werden.³⁵

Ein organisiertes Handelssystem ist zwar ebenso ein multilaterales System, unterscheidet sich aber in einigen Aspekten vom geregelten Markt bzw. MTF. Eine der wichtigsten Merkmale ist, dass an einem OTF nur Nichteigenkapitalinstrumente gehandelt werden. Allerdings sind dem Betreiber eines OTF auch gewisse Freiräume gegeben. So darf der Betreiber unter der Voraussetzung, dass die Kunden vorab zugestimmt haben, sich deckende Kundenaufträge zusammenführen.³⁶ Dies ist allerdings nicht erlaubt, wenn es sich um clearingpflichtige Derivate handelt und es müssen die Kriterien der Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge erfüllt sein. Dazu zählt, dass der Vermittler nie einem Risiko ausgesetzt sein darf, die Geschäfte gleichzeitig und zum gleichen Preis ausgeführt werden. Außerdem darf der Vermittler neben vorab vereinbarten Provisionen

oder Gebühren keinen Gewinn oder Verlust machen.³⁷ Demgegenüber sind systematische Internalisierer nicht bestrebt matched principal trading zu betreiben, da die Intention der Internalisierung ist, Handel auf eigene Rechnung zu betreiben und aus entsprechenden Spreads Kursgewinne zu erzielen.³⁸ Es wurde auch eigens Artikel 16a in der delegierten Verordnung (EU) 2017/565 ergänzt, um klarzustellen, dass die Zusammenführung im Rahmen sogenannter risikoloser Back-to-Back-Geschäfte, nicht als Handel auf eigene Rechnung zu verstehen ist.³⁹

Außerdem dürfen Betreiber im Falle von illiquiden öffentlichen Schuldtiteln Handel gegen eigene Rechnung betreiben. Ein weiterer Freiraum betrifft folgende Ermessensspielräume: Der Betreiber eines OTF darf hinsichtlich der Platzierung oder Rücknahme eines Auftrages entscheiden und darf nach Kundenanweisung von der Zusammenführung mit anderen Kundenaufträgen absehen.⁴⁰

Ein weiteres Differenzierungsmerkmal stellt die Tatsache dar, dass ein OTF keine Handelsteilnehmer hat, sondern Kunden.⁴¹ Dies führt unter anderem dazu, dass Wertpapierfirmen oder Marktbetreiber, die einen OTF betreiben, die für die Ausführung von Kundenaufträgen relevanten Bestimmungen zu erfüllen haben.⁴² Dazu zählen unter anderem die Artikel 24 (Allgemeine Grundsätze und Kundeninformation), 25 (Beurteilung der Eignung und Zweckmäßigkeit sowie Berichtspflicht gegenüber Kunden), 27 (Verpflichtung zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen) und 28 (Vorschriften für die Bearbeitung von Kundenaufträgen) MiFID II.

Mit Hinblick auf das Konzept des systematischen Internalisierers sei darüber hinaus noch angeführt, dass es einem Betreiber eines OTF nicht erlaubt ist in derselben rechtlichen Einheit als systematischer Internalisierer tätig zu werden.⁴³ Dies wird im Rahmen der Q&As hinsichtlich einer möglichen Teilung von Ressourcen zwischen zwei Unternehmen, die einerseits einen OTF betreiben und andererseits als systematischer Internalisierer tätig sind, geklärt. Hier wird eine klar restriktive Haltung von Seiten der ESMA eingenommen, die besagt, dass die beiden Unternehmen entsprechende Vorkehrungen treffen müssen, um keine Informationen

esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35_qas_transparency_issues.pdf> (25.5.2020).

31 Sindelar, Quo vadis MiFID II – Welche Neuerungen und Herausforderungen bringt die neue Finanzmarkttrichtlinie?, ÖBA 2014, 478.

32 Art 4 Abs 19 RL 2014/65/EU.

33 Kumpan/Müller-Lankow, Ein-Market-Maker-Systeme in der neuen Kapitalmarktregulierung – Abgrenzung zwischen multilateralen und bilateralen Systemen, WM 2017, 1777.

34 Art 4 Abs 21 RL 2014/65/EU.

35 Art 4 Abs 22 RL 2014/65/EU.

36 Art 20 Abs 2 RL 2014/65/EU.

37 Art 4 Abs 38 RL 2014/65/EU.

38 Schlüter, Schriftenreihe des Bundesverbandes der Börsenmakler und Wertpapierhäuser 2004, 5.

39 Wolfbauer, Delegierte Verordnung der Kommission betreffend systematische Internalisierer, ZFR 2017, 466.

40 Art 20 Abs 6 RL 2014/65/EU.

41 Art 20 Abs 1 RL 2014/65/EU.

42 BaFin, Organised Trading Facilities (OTF), Organisierte Handelssysteme, <https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Veranstaltung/dl_170216_Workshop_MiFIDII_MiFIR_OTF.pdf?__blob=publicationFile&v=4> (27.5.2020).

43 Art 20 Abs 4 RL 2014/65/EU.

auszutauschen. Darüber hinaus muss ein separates Management und eine räumliche Trennung vorgenommen werden. Lediglich die IT Infrastruktur dürfe in solchen Fällen geteilt werden.⁴⁴

Trotz dieser Restriktionen wird davon ausgegangen, dass OTFs aufgrund der erweiterten Möglichkeiten wichtige Player im Bereich des Derivatehandels werden könnten. Insbesondere auch vor dem Hintergrund der Handelsplatzpflicht für Derivate.⁴⁵

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das wichtigste Unterscheidungsmerkmal zwischen einem systematischen Internalisierer und einem Handelsplatz das Fehlen eines multilateralen Systems ist. Insbesondere gilt dies mit Hinblick auf das für Nichteigenkapitalinstrumente relevante organisierte Handelssystem, das in seinen Grundzügen dem Konzept des systematischen Internalisierers mitunter ähnelt.⁴⁶

III. Qualifikation als systematischer Internalisierer

Basierend auf der vorangehenden Einführung in das Konzept des systematischen Internalisierers unter MiFID II/MiFIR soll in Kapitel 3 detailliert auf die Qualifikation einer Wertpapierfirma als solcher eingegangen werden. Dabei muss zuerst geklärt werden, welche Geschäftstätigkeiten bzw. Transaktionen relevant sind. Anschließend werden die geltenden Schwellwerte und die entsprechenden Berechnungen dargelegt. Abschließend wird betrachtet welche Auswirkungen auf andere Finanzinstrumente bzw. Finanzinstrument-Klassen die Qualifikation als systematischer Internalisierer in einem bestimmten Finanzinstrument hat. Wobei hier wie auch bei den Schwellwerten je nach Asset-Klasse unterschieden werden muss.

A. Relevante Transaktionen

Während die Kriterien »in systematischer Weise häufig« und »in erheblichem Umfang« anhand der definierten Schwellwerte bemessen werden und auf die Abgrenzung zu Handelsplätzen bereits in Kapitel 2.3 eingegangen wurde, sollen hier die Aspekte des Handels für eigene Rechnung und der Ausführung von Kundenaufträgen beleuchtet werden sowie die relevanten Instrumente.

Neben den bereits eingeführten und sehr allgemein gehaltenen Definitionen in Artikel 4 MiFID II, wurde die Frage nach der Definition auch im entsprechenden Q&A Dokument der ESMA behandelt.⁴⁷ Dort wird die Frage nach der Ausführung von Kundenaufträgen beleuchtet. In Frage 7 wird dargestellt, dass im Falle des Handels mit nicht beaufsichtigten Finanzinstituten die entsprechenden Geschäfte jedenfalls als Ausführung von Kundenaufträgen zu werten sind – unabhängig von etwaigen anderen Parametern. Für den Fall, dass es sich um ein Geschäft mit einem beaufsichtigten Finanzinstitut handelt, ist in jedem Fall davon auszugehen, dass einer der beiden Parteien als Kunde agiert. Welche der beiden Parteien als Kunde agiert, kann dabei entweder auf Basis der einzelnen Transaktion, der Art der Transaktion oder der Kundenart entschieden werden. Mögliche Kriterien dafür sind die Kundenklassifizierung, von wem die Initiative ausgegangen ist oder das Ausmaß in dem sich die jeweilige Partei auf die andere hinsichtlich der Parameter des Geschäftes verlies.

Die Definition des Handels gegen eigene Rechnung ist insofern diffizil, als hier die Begriffsbestimmung der MiFID II nur sehr oberflächlich stattfindet (»unter Einsatz des eigenen Kapitals«) und es zu unterschiedlichen Formulierungen im Rahmen der nationalen Umsetzungen kommt. Außerdem bereitet die Definition im deutschen Rechtsraum insofern Schwierigkeiten, als dass hier zwischen Eigenhandel und Eigengeschäft unterschieden wird.⁴⁸ Wobei der Eigenhandel von einem Kundenbezug geprägt ist, wohingegen das Eigengeschäft mangels Kunden keine Dienstleistung darstellt.

Basierend auf den Definitionen des WAG führt Seggermann aus, dass Handel für eigene Rechnung auch im Handel mit Kunden stattfinden kann, was für die Definition des systematischen Internalisierers zentral ist. Oftmals herrscht die Ansicht vor, dass der Handel für eigene Rechnung in keinem Fall eine Wertpapierdienstleistung darstellen kann. Folgend wird von Seggermann jedoch ausgeführt, dass anhand der teleologischen Auslegung, wonach das Preis- und Erfüllungsrisiko entscheidend sei, auch der Handel für eigene Rechnung eine Dienstleistung darstellen kann.⁴⁹

Letzten Endes ist auch die Abgrenzung zum Kommissionsgeschäft von Bedeutung.⁵⁰ Unter MiFID II/MiFIR wird dieses Geschäft als »Ausführung von Aufträgen im Namen des Kunden« bezeichnet.⁵¹ In Deutschland

44 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR market structures topics, Abschnitt 5, Question 8.

45 Ostermann/Sickermann, Handelspflicht für Derivate auf multilateralen Handelsplattformen gemäß MiFID – aktuelle Arbeiten der ESMA, RdF 2017, 100.

46 Schrewe, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II/MiFIR (2019) 125.

47 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 7.

48 Schrewe, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II/MiFIR 95.

49 Seggermann, in Brandl/Saria (Hrsg.), Wertpapieraufsichtsgesetz 2018² § 1 Rz 22 (2018).

50 Bialluch, Systematische Internalisierung de lege lata, WM 2015, 2030.

51 Art 4 Abs 5 RL 2014/65/EU.

wird diese Geschäftsart als Finanzkommissionsgeschäft bezeichnet.⁵² Im WAG werden die entsprechenden Geschäfte als »Ausführung von Aufträgen für Rechnung von Kunden bezeichnet.«⁵³ Das Kommissionsgeschäft allgemein ist auch aus dem Unternehmensgesetzbuch bekannt, wo neben Waren auch Wertpapiere als Grundlage eines Kommissionsgeschäftes genannt werden.⁵⁴

Gebauer fasst zusammen, dass sich der Handel für eigene Rechnung als eine Handelsaktivität unter Einsatz des eigenen Kapitals (nicht zu verwechseln mit Eigenkapital) definiert. Dafür sei die Voraussetzung, dass »die Erwerbs- und Veräußerungstransaktionen gegen den eigenen Geld- und Stücke- bzw. Rechtebestand der Wertpapierfirma gebucht werden.«⁵⁵

Neben dieser Einschränkung der relevanten Handelsaktivitäten ist die Bestimmung der relevanten Finanzinstrumente-Klassen von größter Bedeutung.⁵⁶ Während in Titel III MiFIR klar hervorgeht, dass die Transparenzanforderungen nur für Eigenkapital- (Aktien, Aktienzertifikate, börsengehandelte Fonds, Zertifikate und andere vergleichbare Finanzinstrumente)⁵⁷ und Nichteigenkapitalinstrumente (Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate und Derivate)⁵⁸ gelten, wird dies für die Qualifikation als systematischer Internalisierer nicht so explizit erwähnt. Allerdings zieht Schrewe aufgrund der Verzahnung von Transparenzbestimmungen mit dem Konzept des systematischen Internalisierers den Schluss, dass der sachliche Anwendungsbereich hinsichtlich betroffener Finanzinstrumente-Klassen analog zu definieren sei.⁵⁹ Dabei stützt sich die Argumentation außerdem auf entsprechende Äußerungen der ESMA.⁶⁰ Somit ist davon auszugehen, dass basierend auf der Gesamtheit der Finanzinstrumente entsprechend MiFID II/MiFIR⁶¹, Geldmarktinstrumente und Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen nicht für das Konzept des systematischen Internalisierers relevant sind.

Neben der Betroffenheit auf Basis von Finanzinstrumente-Klassen werden im Rahmen der Q&A Dokumente auch Fragen hinsichtlich der Eigenschaften von Finanz-

instrumenten behandelt. Es wird die Frage behandelt, ob – analog der Anwendbarkeit für die Transparenzvorschriften – nur Instrumente die an einem Handelsplatz gehandelt werden zur Qualifikation als systematischer Internalisierer in Frage kommen. Die Antwort der ESMA dazu in Q&A Nr 11 fällt differenziert aus. Grundsätzlich wird ausgeführt, dass weder in Artikel 4 Absatz 20 MiFID II, noch in den Artikeln 12–17 der delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Anwendungsbereich auf Instrumente eingeschränkt wird, die an einem Handelsplatz gehandelt werden. Allerdings wird weiter ausgeführt, dass die ESMA nur für Instrumente, die an einem Handelsplatz gehandelt werden, die nötigen Information zur Berechnung, ob sich eine Wertpapierfirma als systematischer Internalisierer qualifiziert, bereitstellt. Die ESMA führt folgend die möglichen Szenarien an, in denen eine Wertpapierfirma den Status des systematischen Internalisierers für solche Instrumente erlangen kann.

- ▷ Aufgrund eines freiwilligen Opt-In
- ▷ Sofern sich eine Wertpapierfirma für eine Anleihe als systematischer Internalisierer qualifiziert, gilt dieser Status für alle Anleihen desselben Emittenten bzw. Emittenten aus derselben Unternehmensgruppe und desselben Anleihen-Typs, unabhängig ob das Instrument an einem Handelsplatz gehandelt wird oder nicht
- ▷ Sofern sich eine Wertpapierfirma für ein strukturiertes Finanzprodukt als systematischer Internalisierer qualifiziert, gilt dieser Status für alle Produkte desselben Emittenten bzw. Emittenten aus derselben Unternehmensgruppe, unabhängig ob das Instrument an einem Handelsplatz gehandelt wird oder nicht
- ▷ Sofern sich eine Wertpapierfirma für eine Sub-Klasse von Derivaten als systematischer Internalisierer qualifiziert, gilt dieser Status für alle Derivate derselben Sub-Klasse, unabhängig ob das Instrument an einem Handelsplatz gehandelt wird oder nicht
- ▷ Sofern sich eine Wertpapierfirma für ein Emissionszertifikat als systematischer Internalisierer qualifiziert, gilt dieser Status für alle Emissionszertifikate derselben Sub-Klasse von Emissionszertifikaten, unabhängig ob das Instrument an einem Handelsplatz gehandelt wird oder nicht
- ▷ Sofern sich eine Wertpapierfirma für eine Sub-Klasse von verbrieften Derivaten als systematischer Internalisierer qualifiziert, gilt dieser Status für alle verbrieften Derivate derselben Asset-Klasse, unabhängig ob das Instrument an einem Handelsplatz gehandelt wird oder nicht

Weitere in den Q&A Dokumenten behandelte Fragestellungen, ob gewisse Transaktionen in die Berechnungen

52 § 2 Abs 8 Nr 2 lit b WpHG.

53 § 1 Abs 3 lit b WAG 2018.

54 § 383 Abs 1 UGB.

55 Gebauer in Wertpapierhandelsrecht – Kommentar? § 79 Rz 8.

56 Seifert, Systematische Internalisierung, in Teuber/Schröer (Hrsg), MiFID II/MiFIR Umsetzung in der Bankpraxis (2015), 265.

57 Art 14 VO (EU) 600/2014.

58 Art 18 VO (EU) 600/2014.

59 Schrewe, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II/MiFIR 91.

60 ESMA, Final Report – ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, ESMA/2014/1569 vom 19.12.2004, 215, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf> (25.5.2020).

61 Anhang 1 Abschnitt C RL 2014/65/EU.

zur Bestimmung des Status als systematischer Internalisierer miteinbezogen werden müssen, werden im Rahmen der Schwellwertberechnung thematisiert.

B. Quantitative Schwellwerte für Eigenkapitalinstrumente

Basierend auf der allgemeinen Begriffsbestimmung in Artikel 4 Absatz 20 MiFID II werden in Artikel 12 der delegierten Verordnung (EU) 2017/565 die Schwellwerte für Eigenkapitalinstrumente quantifiziert. So gelten für alle Aktien, Aktienzertifikate, börsengehandelten Fonds, Zertifikate und anderen vergleichbaren Finanzinstrumente folgende Kriterien:

- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in systematischer Weise häufig« für liquide Instrumente
- ▷ Die Zahl der von der Wertpapierfirma entsprechend abgeschlossenen OTC Geschäfte ist gleich oder größer 0,4 % der Gesamtanzahl an Geschäften mit demselben Finanzinstrument, die innerhalb der Union an einem beliebigen Handelsplatz oder OTC ausgeführt werden. Darüber hinaus muss im Durchschnitt täglich mindestens ein Geschäft abgeschlossen worden sein.
- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in systematischer Weise häufig« für illiquide Instrumente
- ▷ Im Durchschnitt liegt wurde von der Wertpapierfirma mehr als ein entsprechendes OTC Geschäfte pro Tag abgeschlossen.
- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in erheblichem Umfang«
- ▷ Entweder hat der Umfang von OTC Geschäften, den die Wertpapierfirma mit diesem Finanzinstrument tätigte, 15 % des Gesamtumsatzes der Wertpapierfirma in diesem Finanzinstrument erreicht oder überschritten oder 0,4 % des Gesamtumsatzes an Geschäften mit demselben Finanzinstrument, die innerhalb der Union an einem beliebigen Handelsplatz oder OTC ausgeführt wurden.

C. Quantitative Schwellwerte für Nichteigenkapitalinstrumente

1. Schwellwerte für Schuldverschreibungen

Basierend auf der allgemeinen Begriffsbestimmung Artikel 4 Absatz 20 MiFID II werden in Artikel 13 der delegierten Verordnung (EU) 2017/565 die Schwellwerte für Nichteigenkapitalinstrumente quantifiziert. So gelten für Schuldverschreibungen folgende Kriterien:

- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in systematischer Weise häufig« für liquide Instrumente

- ▷ Die Zahl der von der Wertpapierfirma entsprechend abgeschlossenen OTC Geschäfte ist gleich oder größer 2,5 % der Gesamtanzahl an Geschäften mit demselben Finanzinstrument, die innerhalb der Union an einem beliebigen Handelsplatz oder OTC ausgeführt werden. Darüber hinaus muss im Durchschnitt wöchentlich mindestens ein Geschäft abgeschlossen worden sein.
- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in systematischer Weise häufig« für illiquide Instrumente
- ▷ Im Durchschnitt wurde von der Wertpapierfirma mehr als ein entsprechendes OTC Geschäft pro Woche abgeschlossen.
- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in erheblichem Umfang«
- ▷ Entweder hat der Umfang von OTC Geschäften, den die Wertpapierfirma mit diesem Finanzinstrument tätigte, 25 % des Gesamtumsatzes der Wertpapierfirma in diesem Finanzinstrument erreicht oder überschritten oder 1 % des Gesamtumsatzes an Geschäften mit demselben Finanzinstrument, die innerhalb der Union an einem beliebigen Handelsplatz oder OTC ausgeführt wurden.

2. Schwellwerte für strukturierte Finanzprodukte

Basierend auf der allgemeinen Begriffsbestimmung Artikel 4 Absatz 20 MiFID II werden in Artikel 14 der delegierten Verordnung (EU) 2017/565 die Schwellwerte für Nichteigenkapitalinstrumente quantifiziert. So gelten für strukturierte Finanzprodukte folgende Kriterien:

- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in systematischer Weise häufig« für liquide Instrumente
- ▷ Die Zahl der von der Wertpapierfirma entsprechend abgeschlossenen OTC Geschäfte ist gleich oder größer 4 % der Gesamtanzahl an Geschäften mit demselben Finanzinstrument, die innerhalb der Union an einem beliebigen Handelsplatz oder OTC ausgeführt werden. Darüber hinaus muss im Durchschnitt wöchentlich mindestens ein Geschäft abgeschlossen worden sein.
- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in systematischer Weise häufig« für illiquide Instrumente
- ▷ Im Durchschnitt wurde von der Wertpapierfirma mehr als ein entsprechendes OTC Geschäft pro Woche abgeschlossen.
- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in erheblichem Umfang«
- ▷ Entweder hat der Umfang von OTC Geschäften, den die Wertpapierfirma mit diesem Finanzinstrument tätigte, 30 % des Gesamtumsatzes der Wertpapierfirma in diesem Finanzinstrument erreicht oder überschritten oder 2,25 % des Gesamtumsatzes an

Geschäften mit demselben Finanzinstrument, die innerhalb der Union an einem beliebigen Handelsplatz oder OTC ausgeführt wurden.

3. Schwellwerte für Derivate

Basierend auf der allgemeinen Begriffsbestimmung Artikel 4 Absatz 20 MiFID II werden in Artikel 15 der delegierten Verordnung (EU) 2017/565 die Schwellwerte für Nichteigenkapitalinstrumente quantifiziert. So gelten für Derivate folgende Kriterien:

- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in systematischer Weise häufig« für liquide Derivate
- ▷ Die Zahl der von der Wertpapierfirma entsprechend abgeschlossenen OTC Geschäfte ist gleich oder größer 2,5 % der Gesamtanzahl an Geschäften in derselben Kategorie von Derivaten, die innerhalb der Union an einem beliebigen Handelsplatz oder OTC ausgeführt werden. Darüber hinaus muss im Durchschnitt wöchentlich mindestens ein Geschäft abgeschlossen worden sein.
- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in systematischer Weise häufig« für illiquide Derivate
- ▷ Im Durchschnitt wurde von der Wertpapierfirma mehr als ein entsprechendes OTC Geschäft in derselben Kategorie von Derivaten pro Woche abgeschlossen.
- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in erheblichem Umfang«
- ▷ Entweder hat der Umfang von OTC Geschäften, den die Wertpapierfirma mit diesem Derivat tätigte, 25 % des Gesamtumsatzes der Wertpapierfirma in derselben Kategorie von Derivaten erreicht oder überschritten oder 1 % des Gesamtumsatzes an Geschäften in derselben Kategorie von Derivaten, die innerhalb der Union an einem beliebigen Handelsplatz oder OTC ausgeführt wurden.

4. Schwellwerte für Emissionszertifikate

Basierend auf der allgemeinen Begriffsbestimmung Artikel 4 Absatz MiFID II werden in Artikel 16 der delegierten Verordnung (EU) 2017/565 die Schwellwerte für Nichteigenkapitalinstrumente quantifiziert. So gelten für Emissionszertifikate folgende Kriterien:

- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in systematischer Weise häufig« für liquide Instrumente
- ▷ Die Zahl der von der Wertpapierfirma entsprechend abgeschlossenen OTC Geschäfte ist gleich oder größer 4 % der Gesamtanzahl an Geschäften mit demselben Finanzinstrument, die innerhalb der Union an einem beliebigen Handelsplatz oder OTC aus-

geführt werden. Darüber hinaus muss im Durchschnitt wöchentlich mindestens ein Geschäft abgeschlossen worden sein.

- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in systematischer Weise häufig« für illiquide Instrumente
- ▷ Im Durchschnitt wurde von der Wertpapierfirma mehr als ein entsprechendes OTC Geschäft pro Woche abgeschlossen.
- ▷ Erfüllung des Kriteriums »in erheblichem Umfang«
- ▷ Entweder hat der Umfang von OTC Geschäften, den die Wertpapierfirma mit diesem Finanzinstrument tätigte, 30 % des Gesamtumsatzes der Wertpapierfirma in diesem Finanzinstrument erreicht oder überschritten oder 2,25 % des Gesamtumsatzes an Geschäften mit demselben Finanzinstrument, die innerhalb der Union an einem beliebigen Handelsplatz oder OTC ausgeführt wurden.

5. Zusammenfassung der Schwellwert und Entscheidungslogik

Kriterium 1: Die durchschnittliche Häufigkeit der Geschäfte mit diesem Finanzinstrument (Instrumentenklasse im Falle von Derivaten), die die Wertpapierfirma in den vergangenen sechs Monaten bei der Ausführung von Kundenaufträgen auf eigene Rechnung OTC (dh außerhalb eines geregelten Marktes, MTF oder OTF) getätigt hat.

Kriterium 2: Die Zahl der Geschäfte mit diesem Finanzinstrument (Instrumentenklasse im Falle von Derivaten), die von der Wertpapierfirma in den letzten sechs Monaten im Rahmen der Ausführung von Kundenaufträgen für eigene Rechnung OTC (dh außerhalb eines geregelten Marktes, MTF oder OTF) getätigt wurden, geteilt durch die Gesamtzahl der Geschäfte mit diesem Finanzinstrument (Instrumentenklasse im Falle von Derivaten), die in den letzten sechs Monaten im OTC der Europäischen Union oder an einem Handelsplatz in der EU ausgeführt wurden.

Kriterium 3: Der Gesamtumfang der Geschäfte mit diesem Finanzinstrument (Instrumentenklasse im Falle von Derivaten), die von der Wertpapierfirma auf eigene Rechnung OTC (dh außerhalb eines geregelten Marktes, MTF oder OTF) bei der Ausführung von Kundenaufträgen während der letzten sechs Monate getätigt wurden, geteilt durch den Gesamtumfang der Geschäfte mit diesem Finanzinstrument (Instrumentenklasse im Falle von Derivaten), die von der Wertpapierfirma entweder auf eigene Rechnung oder im Namen von Kunden an einem Handelsplatz in der EU oder OTC während der letzten sechs Monate getätigt wurden.

Kriterium 4: Gesamtumfang der Geschäfte mit diesem Finanzinstrument (Instrumentenklasse im Falle von Derivaten), die von der Wertpapierfirma auf eigene Rechnung OTC (dh außerhalb eines geregelten Marktes, MTF oder OTF) bei der Ausführung von Kundenaufträgen während der letzten sechs Monate getätigt wur-

den, geteilt durch den Gesamtumfang der Geschäfte mit diesem Finanzinstrument (Instrumentenklasse im Falle von Derivaten), die während der letzten sechs Monate im OTC der Europäischen Union oder an einem Handelsplatz in der EU ausgeführt wurden.

	Eigenkapital-Instrumente	Schuldverschreibungen	Strukturierte Finanzprodukte	Derivate	Emissionszertifikate
K 1	Täglich	Wöchentlich			
K 2	0.4 %	2.5 %	4 %	2.5 %	4 %
K 3	15 %	25 %	30 %	25 %	30 %
K 4	0.4 %	1 %	2.25 %	1 %	2.25 %

Tabelle 1: Schwellwerte der Kriterien je Finanzinstrumentenklasse

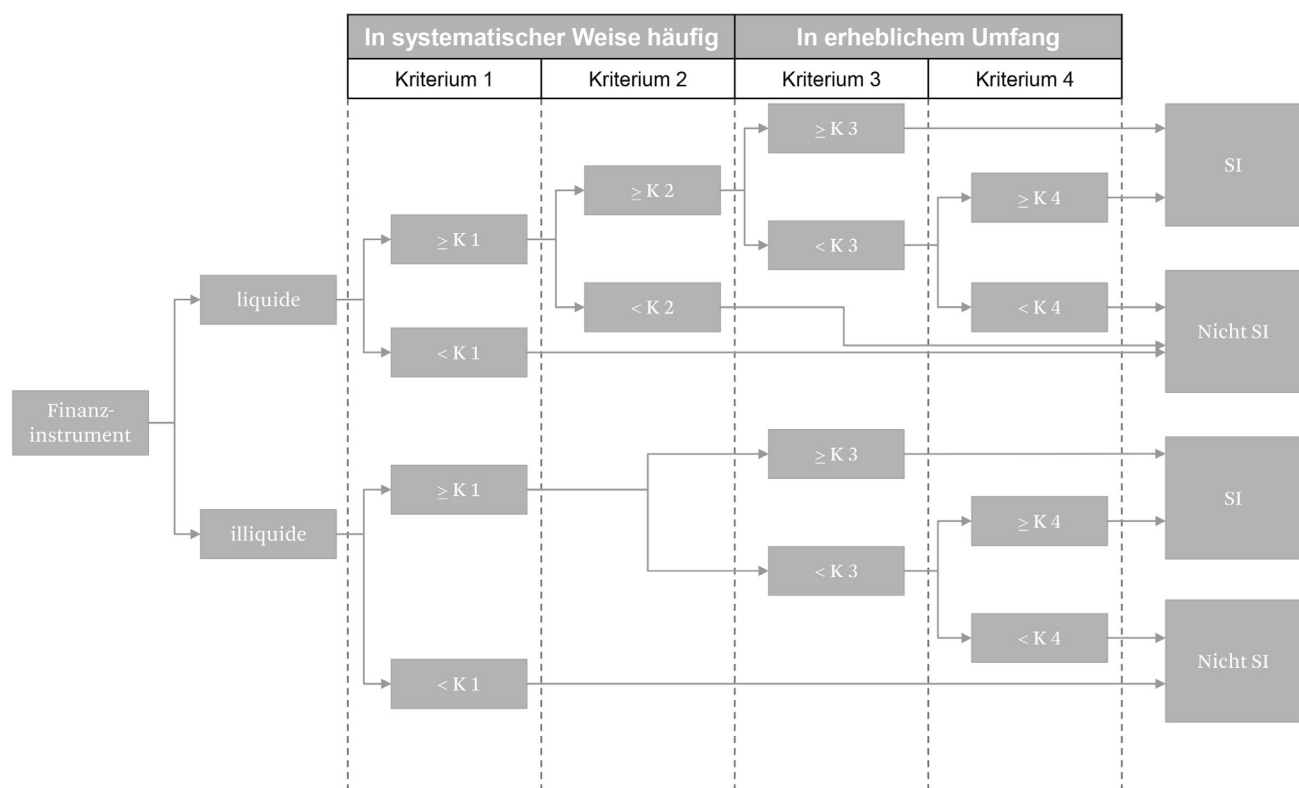


Abbildung 1: Entscheidungsbaum für die Erhebung des Status als systematischer Internalisierer

D. Sonstige Aspekte der Schwellwertberechnung

Neben den umfangreichen und komplexen Schwellwerten per se, wird in der delegierten Verordnung (EU) 2017/565 auch die zeitliche Komponente der Berechnung dargelegt. So haben sich sämtliche Berechnungen auf den Zeitraum der letzten sechs Monate zu beziehen und vierteljährlich stattzufinden, wobei der Berechnungszeitraum jeweils am ersten Arbeitstag der Monate Jänner, April, Juli und Oktober beginnt. Sollte es sich um neue Finanzinstrumente handeln, so werden im Falle von Eigenkapitalinstrumenten nur solche in die Berechnung mitaufgenommen, deren historische Daten über

mindestens 3 Monate vorhanden sind, bei allen anderen Instrumenten müssen die Daten mindestens 6 Wochen vorhanden sein.⁶²

Für die Berechnung der entsprechenden Schwellwerte stellt die ESMA entsprechend die Zahlen für die Gesamtanzahl und das Gesamtvolumen der Transaktionen zur Verfügung. Unter diesem und dem zeitlichen Aspekt sei noch angeführt, dass die ESMA in den Q&As aufgrund mangelnder Übergangsbestimmungen feststellte, dass die ersten Veröffentlichungen für Eigen-

⁶² Art 17 VO (EU) 2017/565.

kapitalinstrumente und Anleihen am 1. August 2018 veröffentlicht wurden und die entsprechenden Berechnungen der Wertpapierfirmen bis 1. September 2018 erfolgen sollten.⁶³ Unterdessen gilt für Börsengehandelte Waren (ETCs), Börsengehandelte Schuldverschreibungen (ETNs), strukturierte Finanzprodukte, Derivate und Emissionszertifikate, dass diese Werte »bis spätestens« 2020 veröffentlicht werden sollen. Aktuell (Stand 24.5.2020) sind diese Werte weiterhin nicht verfügbar. Außerdem stellte die ESMA in der Beantwortung fest, dass die Daten über die Gesamtzahlen immer einen Monat nach Datum veröffentlicht werden (am 1. Februar für 1. Jänner, ...) und die Berechnung inklusive einer gegebenenfalls nötigen Benachrichtigung der Behörden durch die Wertpapierfirmen innerhalb von 2 Wochen zu geschehen hat.

Im Rahmen der Beantwortung einer weiteren Frage wurde festgestellt, dass im Fall von Unternehmensgruppen, die Berechnungen auf Basis der Einzelunternehmen zu erfolgen hat, wenngleich einzelne Niederlassungen im Rahmen der Berechnung zu konsolidieren seien.⁶⁴

Darüber hinaus ergaben sich weitere Fragen hinsichtlich der Anwendbarkeit für bestimmte Transaktionstypen, die ebenfalls in den Q&As der ESMA beantwortet wurden.⁶⁵ Einerseits wurde die Frage gestellt, ob Transaktionen, die nicht zum Preisbildungsprozess beitragen, in die Kalkulation miteinzubeziehen sind. Dazu äußerte sich die ESMA dahingehend, dass diese Geschäfte nicht zu berücksichtigen seien. Ebenso wurde thematisiert, ob Geschäfte, die auf eigene Rechnung an einem Handelsplatz, aber unmittelbar im Zusammenhang mit dem Auftrag des Kunden ausgeführt werden, berücksichtigt werden sollte. Dahingehend lautet die Beantwortung so, dass diese Geschäfte nicht als OTC Geschäft zählen sollen, sofern das Geschäft sofort und mit demselben Preis am Markt ausgeführt wurde.

Eine Thematik, die für den Markt von erheblicher Relevanz ist, wurde ebenfalls im Rahmen von Frage 3 endgültig beantwortet, nachdem bereits zuvor Schlussfolgerungen in diese Richtung deuteten.⁶⁶ Dabei handelte es sich um die Frage, ob Primärmarkttransaktionen unter die Bestimmungen zur systematischen Internalisierung fallen oder nicht. Insbesondere für den Zertifikate-Markt aber auch für die Ausgabe von Anleihen und Aktien stellte diese eine bedeutende

Unklarheit hinsichtlich des Anwendungsbereichs dar.⁶⁷ Die Schlussfolgerungen basierten einerseits darauf, dass Primärmarkttransaktionen nicht zu einer Liquiditätsverlagerung weg vom Handelsplatz führen, da diese im Zeitpunkt der Emission dort nicht gehandelt werden. Zum anderen wurde damit argumentiert, dass die Transparenzdaten ebenfalls erst mit dem Handel an einem Handelsplatz entsprechend zur Verfügung gestellt werden müssen.⁶⁸ Letzten Endes wurde die zurückgebliebene Unsicherheit mit der Beantwortung durch die ESMA ausgeräumt. Es wurde klargestellt, dass Primärmarkttransaktionen mit Wertpapieren sowie die Schaffung und Rücknahme von ETF Anteilen nicht in die Berechnungen zur Bestimmung des Status als systematischer Internalisierer miteinfließen sollen.

E. Klassifizierung von Finanzinstrumenten

Neben diesen beschriebenen Unklarheiten hinsichtlich der zu berücksichtigenden Geschäftsarten, stellt sich auch die Frage nach der Granularität der Berechnung und noch viel mehr nach den Auswirkungen auf andere Instrumente im Falle des Erreichens der Schwellwerte.

Hinsichtlich der Berechnung wird in den Artikeln 12–16 klargestellt, auf welcher Ebene diese zu erfolgen haben. Für Eigenkapitalinstrumente, Schuldverschreibungen und strukturierte Finanzprodukte kann und soll auf Einzelinstrumente Basis (ISIN-Ebene) abgezielt werden.⁶⁹ Allerdings ist dieser Ansatz bei Derivaten und Emissionszertifikaten nicht valide. Daher soll bei diesen Finanzinstrumenten auf Klassen abgestellt werden. Diese Klassen werden nicht nur für die Berechnung, sondern auch für die Auswirkung auf andere Instrumente im Falle des Überschreitens der Schwellwerte herangezogen und im Folgenden näher beschrieben.

In Bezug auf Eigenkapitalinstrumente wird auf Einzelinstrumente abgestellt.⁷⁰ Die Identifikation findet mittels ISIN statt und stellt daher keine besondere Herausforderung dar.

Hinsichtlich Schuldverschreibungen wird der Sachverhalt bereits etwas komplexer. So wird dargelegt, dass

63 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 1.

64 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 2.

65 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 3.

66 Schrewe, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II/MiFIR 106.

67 Hoops, Das neue Regime für die systematische Internalisierung nach MiFID II: Auswirkungen auf den deutschen Zertifikatehandel, WM 2017, 319.

68 Deutsche Kreditwirtschaft, Stellungnahme zum Referentenentwurf für ein Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte (2. Finanzmarktnovellierungsgesetz) vom 30. September 2016, 11, <https://bankenverband.de/media/files/Stellungnahme_DK_FimanoG_RefE.pdf> (25.5.2020).

69 ESMA, Final Report – ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, ESMA/2014/1569 vom 19.12.2004, 215, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf> (25.5.2020).

70 Art 12 VO (EU) 2017/565.

bei Überschreiten der Schwellwerte in einem Instrument, die betroffene Wertpapierfirma für »alle Schuldverschreibungen, die einer Kategorie von Schuldverschreibungen angehören, welche von dem gleichen Unternehmen oder einem Unternehmen innerhalb der gleichen Gruppe ausgegeben wurden«, als systematischer Internalisierer gilt.⁷¹ Während Schuldverschreibungen des gleichen Unternehmens keiner weiteren Auslegung bedürfen, stellt sich die Frage, was unter einer Kategorie von Schuldverschreibungen zu verstehen ist und nach welchen Kriterien eine Unternehmensgruppe identifiziert werden kann. Die Gruppe wird in MiFID II mittels Verweis auf Artikel 2 Absatz 11 der RL 2013/34/EU definiert (»Bilanz-Richtlinie«).⁷² Diese Definition wird im WpHG samt Verweis übernommen.⁷³ Im WAG 2018 hingegen wird in der Definition nicht auf die Richtlinie verwiesen, sondern die Definition wird dort unmittelbar ausgeführt⁷⁴ und von Seggermann unter Bezugnahme auf das UGB und das Börsegesetz detailliert analysiert⁷⁵. Die Frage nach der Bedeutung einer »Kategorie von Schuldverschreibungen« wird wiederum im Rahmen der Q&As der ESMA beantwortet. So wird ausgeführt, dass es sich bei einer Kategorie um die Unterscheidung zum Zwecke der Liquiditätsunterscheidung handelt. Insofern existieren folgende sechs Kategorien: Öffentliche Anleihe, sonstige öffentliche Anleihen, Wandelschuldverschreibungen, Pfandbriefe, Unternehmensanleihen und sonstige Anleihen. Es wird außerdem explizit darauf hingewiesen, dass der Rang einer Schuldverschreibung keine Kategorie darstellt.⁷⁶

Liegt eine Wertpapierfirma bei der Berechnung über den Schwellwerten für ein strukturiertes Finanzprodukt, so soll sie für alle strukturierten Finanzprodukte, die vom selben Unternehmen oder einem Unternehmen derselben Gruppe ausgegeben wurden, als systematischer Internalisierer gelten.⁷⁷

Für Emissionszertifikate soll die Berechnung laut Q&As auf Basis der Unteranlageklassen entsprechend RTS 2 stattfinden (EU-Zertifikate (EUA), EU-Luftfahrtzertifikate (EUAA), Zertifizierte Emissionsreduktionen (CER), Emissionsreduktionseinheiten (ERU)).⁷⁸ Allerdings gilt eine Wertpapierfirma als systematischer Internalisierer für alle Emissionszertifikate, sofern die

Schwellwerte für eine Unteranlageklasse überschritten werden.⁷⁹

Noch komplexer stellt sich die Situation bei Derivaten und verbrieften Derivaten dar. Grundsätzlich werden im Rahmen von MiFID II/MiFIR unterschiedliche Kategorisierungen getroffen, wo an manchen Stellen Derivate und verbrieftete Derivate gesondert behandelt werden (vgl. RTS 28, RTS 2) und in anderen Bereichen wiederum nicht differenziert wird – so zum Beispiel im Rahmen der Qualifikation als systematischer Internalisierer entsprechend Artikel 15 DelVO 2017/565. Dort wird ähnlich wie bei Schuldverschreibungen von Kategorien gesprochen. Im Rahmen der Q&As wird auch hier hinterfragt, um welche Kategorien es sich bei Derivaten handelt.⁸⁰ Hierzu antwortet die ESMA, dass die granularste Klasse des RTS 2 angewandt werden soll – sowohl für die Berechnung wie auch für den Trigger Mechanismus. Bei Zinsderivaten bedeutet dies beispielsweise, dass nicht nur die betroffenen Währungen, sondern auch unterschiedliche Laufzeitbänder berücksichtigt werden (vgl. Tabelle 5.1 RTS 2). Bei Aktienderivaten werden wiederum die entsprechenden Underlyings und Laufzeitbänder als konstituierendes Element einer Klasse herangezogen (vgl. Tabelle 6.1 RTS 2). Bei verbrieften Derivaten hingegen gibt es keinerlei Unterklassen. Entsprechend der Beantwortung der Q&A und in Zusammenschau mit der delegierten Verordnung (EU) 2017/565 und RTS 2 bedeutet dies, dass ein Wertpapierunternehmen, das sich in einem Instrument als systematischer Internalisierer qualifiziert, für sämtliche verbrieften Derivate als systematischer Internalisierer gilt. Auch im Rahmen der Beantwortung anderer SI relevanter Fragen durch die ESMA wird diese Position am Rande nochmals vertreten.⁸¹ So wird in der Beantwortung der Frage ausgeführt, dass im Gegensatz zum sonstigen Vorgehen bei einem freiwilligen Opt-In, andere Bedingungen gelten und dieser für verbrieftete Derivate auch auf Basis einzelner Instrumente stattfinden kann (»In other words, the investment firm is not bound to opt-in for the entire asset class of securitised derivatives«).

Diese Vorgehensweise bei verbrieften Derivaten wird in der Literatur sowohl von Schrewe⁸² wie auch von Wohlschlägl-Aschberger⁸³.

Schrewe leitet mittels der teleologischen Auslegung und unter Berufung auf das Prinzip der nützlichen Wirkung (effet utile) ab, dass das Abstellen auf die Klassen

71 Art 13 VO (EU) 2017/565.

72 Art 4 Abs 34 RL 2014/65/EU.

73 § 2 Abs 27 WpHG.

74 § 1 Abs 52 WAG 2018.

75 Seggermann, in WAG 2018² § 1 Rz 183 ff.

76 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 4 lit c.

77 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 4 lit b.

78 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 4 lit d.

79 Art 16 VO (EU) 2017/565.

80 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 4 lit a.

81 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 11A.

82 Schrewe, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II/MiFIR 120.

83 Wohlschlägl-Aschberger, MiFID II – Recht, Praxis, Perspektiven (2018) 4.3.3.

entsprechend RTS 2 nur dann Anwendung finden sollte, wenn keine ISIN zur Verfügung steht. Ebenso wird ins Treffen geführt, dass in ursprünglichen Dokumenten der ESMA für verbriefte Derivate auf die ISIN – sofern verfügbar – verwiesen wurde.⁸⁴ Auf diese Quelle verweist auch Temporale⁸⁵, allerdings zu einem Zeitpunkt als die entsprechende delegierte Verordnung und RTS 2 noch nicht bekannt waren.

Schrewe kommt zu dem Schluss, dass sich ein systematischer Internalisierer nur jeweils für verbriefte Derivate einer ISIN als solcher qualifizieren sollte. Dem widerspricht, dass die Gesetzgebung im Rahmen von Derivaten allgemein – unabhängig davon, ob eine ISIN vorhanden ist oder nicht – bewusst eine Aggregation auf sinnvolle Klassen vorsieht. Daher wäre die getroffene Auslegung spezifisch für verbriefte Derivate anzuwenden. Es bleibt abzuwarten und zu hoffen, dass im Rahmen der Veröffentlichung der Basiszahlen zur Berechnung des SI Status für die bisher nicht veröffentlichten Nichteigenkapitalinstrumente eine Klarstellung diesbezüglich erfolgt.

Abschließend sei noch ein weiteres praktisches Problem zu Beginn der Berechnungen für Eigenkapitalinstrumente wie Aktien angeführt. So waren beispielsweise in den ersten Berechnungen wichtige ATX Titel nicht enthalten. Entsprechend stellte sich die praktische Frage, wie in diesen Fällen für die Berechnung vorzugehen sei. Letzten Endes wurde in der Praxis zumeist beschlossen, die Berechnung in diesen Fällen nicht durchzuführen, da eine Division durch null (unter der abstrusen Annahme, dass in diesen Fällen keine Geschäfte getätigt wurden) nicht möglich ist. Grund dafür war, dass die ESMA nur solche Instrumente miteinbezog, für die an mindestens 95% der Handelstage Referenzdaten übermittelt wurden.⁸⁶ Da zu Beginn einige Marktteilnehmer die Referenzdatenübermittlung (siehe Kapitel 4.6) allerdings missinterpretierten und nur Änderungen an Finanzinstrumenten meldeten aber keine täglichen Meldungen abgaben, waren ATX Titel wie die Aktie Erste Group, die Aktie der Voestalpine, ... nicht Teil der veröffentlichten ESMA Zahlen.

84 ESMA, Final Report – ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, ESMA/2014/1569 vom 19.12.2004, 226, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas-technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf> (25.5.2020).

85 Delgado/Dreyer, On Venue Trading und die Zukunft des OTC-Handels nach MiFID II, in Temporale (Hrsg), Europäische Finanzmarktregulierung Handbuch zu EMIR, MiFID II/MiFIR, PRIIPs, MAD/MAR, OTC-Derivaten und Hochfrequenzhandel (2015), 39.

86 ESMA, MiFID II: ESMA publishes data for the systematic internaliser calculations for equity, equity-like instruments and bonds, <<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-publishes-data-systematic-internaliser-calculations-equity-equity>> (25.5.2020).

IV. Rechtsfolgen des systematischen Internalisierers

A. Organisatorische Rechtsfolgen

Kreditinstitute und Wertpapierfirmen, die entweder im Rahmen der Dienstleistungsfreiheit oder über eine Zweigstelle in Österreich tätig sind und entweder die Schwellenwerte für die systematische Internalisierung überschritten haben oder sich für ein Opt-In entscheiden haben, haben dies unverzüglich der FMA anzuzeigen.⁸⁷ Der Begriff Opt-In hat sich als Synonym für die freiwillige Unterwerfungserklärung etabliert⁸⁸ und wird auch von Behörden wie der BaFin und der FMA Liechtenstein verwendet.

Bei dieser Vorschrift handelt es sich um eine der wenigen Regelungen, die sich in die nationalen Umsetzungen des Gesetzespakets niedergeschlagen haben. So stellt auch die FMA in ihrer Stellungnahme vom 24.4.2017 fest: »Art.15 Abs. 2 [sic] Unterabs. 2 der MiFIR (»Die Mitgliedstaaten schreiben vor [...]«) ist als umsetzungsbedürftige Verordnungsbestimmung formuliert, der im vorliegenden Gesetzesentwurf nachgekommen werden sollte.«⁸⁹ Es handelt sich also um organisatorische Anforderungen zur Übermittlung an nationale Behörden und insofern erscheint eine nationale Umsetzung sinnvoll.

Die Ausführungen dazu basieren auf ähnlicher Weise auf Artikel 15 Absatz 1 und Artikel 18 Absatz 4 der Verordnung 600/2014. Die Anforderungen an diese Meldung sind in Deutschland in § 79 WpHG ausgeführt und in Österreich im Rahmen des Börsegesetzes 2018 geregelt. Dass diese Regelung im Börsegesetz zu finden ist, mag im ersten Moment verwundern, der Gesetzgeber in Österreich hat aber nicht nur die Mitteilungspflichten des systematischen Internalisierers, sondern auch die Anforderungen an Datenbereitstellungsdienste im Börsegesetz geregelt. Die FMA verweist in ihrer Stellungnahme auf die vergleichbare Rolle des systematischen Internalisierers im Vergleich zu geregelten Märkten, MTF und OTF.

Während Gebauer hervorhebt, dass es sich bei der Mitteilung an die nationale Behörde nicht um ein konstitutives Element handelt,⁹⁰ stellt Buck-Heeb demgegenüber fest, dass das tatsächliche Verhalten nicht

87 § 83 BörseG 2018.

88 Gebauer in Wertpapierhandelsrecht – Kommentar⁷ § 79 Rz 19.

89 Österreichische Finanzmarktaufsicht, Stellungnahme der FMA zum Begutachtungsentwurf für ein Bundesgesetz, mit dem das Börsegesetz 2018 und das Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 erlassen, das Börsegesetz 1989 und das Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 aufgehoben und diverse Bundesgesetze geändert werden (Umsetzung MiFIDII), 6, <https://www.parlament.gv.at/PAKT/VHG/XXV/SNME/SNME_10393/imfname_629896.pdf> (25.5.2020).

90 Gebauer in Wertpapierhandelsrecht – Kommentar⁷ § 79 Rz 3.

ausreichend ist um sich als systematischer Internalisierer zu qualifizieren.⁹¹ Gebauer folgend wird eine Wertpapierfirma also durch die Erfüllung der Voraussetzungen zum Systematischen Internalisierer und nicht erst durch das Wahrnehmen der Mitteilungspflicht. Auch Schrewe schließt sich der Ansicht von Gebauer an, die aufgrund der klar und umfassend geregelten Kriterien zur Qualifikation schlüssiger erscheint. Insbesondere hinsichtlich der Qualifikation qua Schwellenwertüberschreitung.⁹²

Sowohl die BaFin wie auch die FMA Liechtenstein stellen ein Formular zur Meldung bereit. Aus diesem Formular ist auch ersichtlich, dass nicht nur die Qualifikation als systematischer Internalisierer, sondern auch das Unterschreiten der Schwellenwerte bzw ein Opt-Out mitteilungspflichtig sind.⁹³

Über Form und Inhalt der Mitteilung werden in den entsprechenden Rechtsakten keine genaueren Angaben gemacht. So erläutert Gebauer anhand des BaFin Formulars unterschiedliche dort angeführte Informationen.⁹⁴ Während bei den Daten zur Identifikation der Wertpapierfirma um notwendige Angaben handelt, so sind bereits die Information über die Meldung des Unterschreitens der Schwellenwerte bzw des Opt-Outs nur mehr über die Gesetzesinterpretation herzuleiten. Ebenfalls in der Mitteilung angegeben werden müssen die betroffenen Klassen von Finanzinstrumenten. Dazu führt Gebauer aus, dass dies als inhärente Pflicht angesehen werden kann, um es den Aufsichtsbehörden zu ermöglichen die entsprechenden Aufsichtspflichten zu erfüllen.

Hinsichtlich des freiwilligen Opt-Ins werden in den Q&As der ESMA weitere Klarstellungen dahingehend getroffen, dass die Granularität, in der eine Wertpapierfirma als systematischer Internalisierer optieren kann, definiert wird.⁹⁵ So ist es in jeglicher Asset-Klasse möglich für ein einzelnes Instrument systematischer Internalisierer mittels Opt-In zu werden. Die Wertpapierfirma ist dabei nicht an die ansonsten geltenden Klassen gebunden. Allerdings wird darauf hingewiesen, dass die Wertpapierfirma dazu verpflichtet ist, das Monitoring zu beachten. Sollte nämlich ein Schwellenwert qua Berechnung überschritten werden, so gelten die allgemeinen Klassen, was insbesondere hinsichtlich Nichteigenkapitalinstrumenten einen signifikanten Unterschied bedeutet.

B. Auswirkungen im Rahmen der Vorhandelstransparenz

Die Transparenzforderungen stellen einen zentralen Bestandteil des Gesetzespakets rund um MiFID II/MiFIR dar.⁹⁶ Dabei kommt im Verlauf des Geschäftsabschlusses einerseits die Vorhandelstransparenz und andererseits die Nachhandelstransparenz zu tragen. Ziel der Vorhandelstransparenz ist es eine effiziente und transparente Preisbildung sowie faire Wettbewerbsbedingungen zu schaffen.⁹⁷ Während das Konzept der Vorhandelstransparenz für Aktien bereits aus MiFID I bekannt ist, wurde dieses Konzept im Rahmen der Novellierung durch MiFID II/MiFIR auch auf Nichteigenkapitalinstrumente erweitert.⁹⁸ Dies wird im Rahmen der MiFIR damit begründet, dass während der Finanzkrise Schwachstellen zu Tage getreten sind: Einerseits dahingehend, dass die Informationsbereitstellung der bestehenden Transparenzvorschriften für Aktien hinsichtlich Form, Inhalt, Granularität und Zeitpunkt zu überarbeiten ist. Andererseits aber eben auch dahingehend, dass dieser Transparenzrahmen auf weitere Finanzinstrumente ausgedehnt werden soll und die Funktionsweisen der unterschiedlichen Handelssysteme gerecht werden soll.⁹⁹ Des Weiteren wird in den einleitenden Erwägungsgründen angeführt, dass die für Eigenkapitalinstrumente bereits unter MiFID I geregelten Ausnahmen, aber natürlich auch die für den erweiterten Anwendungsbereich, untersucht und entsprechend präzisiert werden sollen.¹⁰⁰ Die Vorhandelstransparenzregeln enden aber nicht bei der reinen Veröffentlichung von Preisen, sondern beinhalten auch, dass Marktteilnehmer die Möglichkeit haben sollen auf Preise, die anderen Marktteilnehmern gestellt werden, ebenfalls handeln zu können.¹⁰¹

1. Eigenkapital- und Nichteigenkapitalinstrumente und andere Instrumentenmerkmale

Hinsichtlich der Transparenzanforderungen wird anhand unterschiedlicher Dimensionen differenziert. Dies geht bereits aus der Bezeichnung, der entsprechenden Titel bzw Kapitel der MiFIR hervor. So handelt Titel II von der »Transparenz für Handelsplätze«, während in Titel 3 die »Transparenz für systematische Internalisierer und Wertpapierfirmen, die mit OTC handeln«. Während in Titel II noch in die Kapitel »Transparenz für Eigenkapitalinstrumente« und »Transparenz für

91 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht⁹ (2017), 42.

92 *Schrewe*, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II/MiFIR 116.

93 *BaFin*, Formular zur Aufnahme/Aufgabe der Tätigkeit als Systematischer Internalisierer (SI), <<https://www.fma-li.li/files/ba/formular-zur-aufnahme-aufgabe-der-taetigkeit-als-systematischer-internalisierer.pdf>> (27.5.2020).

94 *Gebauer* in Wertpapierhandelsrecht – Kommentar⁷ § 79 Rz 24 ff.

95 *ESMA*, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 11A.

96 Vgl ErwGr 4 RL 2014/65/EU.

97 Vgl ErwGr 18 VO (EU) 600/2014.

98 *Schelling*, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II und MiFIR, BKR 2015, 221.

99 Vgl ErwGr 14 VO (EU) 600/2014.

100 Vgl ErwGr 13 VO (EU) 600/2014.

101 *Wohlschlägl-Aschberger*, MiFID II, 4.3.3.

Nichteigenkapitalinstrumente« unterschieden wird, findet diese Differenzierung formal für Titel III nicht statt. Jedoch zielen die entsprechenden Artikel analog der Regelungen für Handelsplätze einerseits auf die »Verpflichtung der systematischen Internalisierer zur Offenlegung von verbindlichen Kursofferten für Aktien, Aktienzertifikate, börsengehandelte Fonds, Zertifikate und andere vergleichbare Finanzinstrumente«¹⁰² bzw die »Verpflichtung der systematischen Internalisierer zur Veröffentlichung verbindlicher Kursofferten in Bezug auf Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate und Derivate«¹⁰³ ab.

Wie bereits aus der Bezeichnung der entsprechenden Artikel hervorgeht, werden die Vorhandelstransparenzanforderungen für Handelsplätze und systematische Internalisierer separat geregelt. Während die Bestimmungen bei Handelsplätzen nur geringe Differenzierungen zwischen Eigenkapital- und Nichteigenkapitalinstrumente vorsehen, sind für systematische Internalisierer sehr wohl relevante Unterschiede zu erkennen, die im Folgenden näher ausgeführt werden.

Daneben gilt für beide Klassen von Finanzinstrumenten hinsichtlich des sachlichen Anwendungsbereichs, dass nur Instrumente, die an einem Handelsplatz gehandelt werden, unter die jeweilige Bestimmung fallen.¹⁰⁴ Diese Frage wird auch explizit durch die ESMA Q&A on transparency topics aufgegriffen. Es muss dabei jedoch auf die Ausführungen verwiesen werden, welche Konstellationen es überhaupt ermöglichen, dass eine Wertpapierfirma als systematischer Internalisierer für Instrumente gilt, die nicht an einem Handelsplatz gehandelt werden (siehe Kapitel 3.1). Sollte eben einer dieser Fälle eintreten, so stellt die ESMA klar, dass systematische Internalisierer zwar die Aufsichtsbehörden zu informieren haben, jedoch keine Quotierungspflichten schlagend werden. Des Weiteren werden systematische Internalisierer dazu angehalten zu prüfen, ob Finanzinstrumente nicht doch zu einem späteren Zeitpunkt an einem Handelsplatz gehandelt werden. Sofern dieser Fall eintritt, werden nämlich die entsprechenden Pflichten schlagend. Es ist also eine entsprechende Vorsicht von systematischen Internalisierern an den Tag zu legen. Dies gilt in ähnlicher Weise, wenn sich der Liquiditätsstatus eines Finanzinstruments verändert. Auch dann sind die entsprechenden Quotierungspflichten anzupassen.¹⁰⁵ Allerdings räumt die ESMA in solchen Fällen den betroffenen Wertpapierfirmen das Recht ein, den Status aufgrund der veränderten Parameter neu zu be-

rechnen. Sollte die Wertpapierfirma unter diesen neuen Kriterien nicht mehr als SI gelten und den Status auch nicht durch einen Opt-In behalten wollen, so hat sie die zuständige Behörde darüber in Kenntnis zu setzen.

Darüber hinaus stellt Schrewe fest, dass Primärmarkttransaktionen von den Bestimmungen nicht betroffen sind und stützt sich dabei auf den entsprechenden Final Report der ESMA,¹⁰⁶ da diese Aussage nicht in expliziter Form in MiFIR bzw den dazugehörigen delegierten Verordnungen getroffen wird.¹⁰⁷ Diese Feststellung wurde außerdem im Rahmen der Q&As der ESMA abschließend behandelt, wo die explizite Frage nach der Anwendbarkeit der Transparenzpflichten verneint wird. Es werden beispielsweise die Ausgabe, Zuteilung oder Zeichnung von Wertpapieren sowie die Schaffung und Rücknahme von Anteilen an ETFs als außerhalb des Anwendungsbereiches geführt.¹⁰⁸ Hinsichtlich der betroffenen Instrumente sei noch darauf hingewiesen, dass auch Geldmarktinstrumente, sowie Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen nicht unter die Transparenzanforderungen fallen.¹⁰⁹

Ebenfalls von Bedeutung für die Ausgestaltung der Vorhandelstransparenzpflichten ist die Unterscheidung in liquide und illiquide Finanzinstrumente – sowohl für Eigenkapital- wie auch Nichteigenkapitalinstrumente. Diese Unterscheidung wird im jeweiligen Kapitel beschrieben.

2. Quotierung für Eigenkapitalinstrumente

In den Artikeln 14, 15 und 17 der Verordnung (EU) 600/2014 werden die Quotierungspflichten für systematische Internalisierer und die dazugehörigen Bestimmungen zur Ausführung diesbezüglicher Kundenaufträge sowie dem Zugang zu den Kursofferten geregelt. Im Gegensatz zu MiFID I werden die Bestimmungen in Form von Verordnungen – und damit in Form unmittelbar anwendbaren Rechtsakten – dargelegt. Neben den Level I Rechtsakten sind auf Level II die delegierte Verordnung (EU) 2017/567 sowie die delegierte Verordnung (EU) 2017/587 (RTS 1) zu berücksichtigen.

Hinsichtlich des persönlichen Anwendungsbereichs sind solche Wertpapierfirmen erfasst, die sich entsprechend der in Kapitel 3 dargelegten Kriterien als systematischer Internalisierer qualifizieren. Betreffend dem

102 Art 14 VO (EU) 600/2014.

103 Art 18 VO (EU) 600/2014.

104 Gebauer in Wertpapierhandelsrecht – Kommentar⁷ Art 14 VO Nr 600/2014 Rz 19.

105 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 13.

106 ESMA, Final Report – Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR, ESMA/2014/1569 vom 28.9.2015, 144 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1464_-_final_report_-_draft_rts-_and_its_on_mifid_ii_and_mifir.pdf> (25.5.2020).

107 Schrewe, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II/MiFIR 210.

108 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 2, Question 4.

109 Anhang 1 Abschnitt C RL 2014/65/EU.

sachlichen Anwendungsbereich finden sich neben der Einschränkung auf Eigenkapitalinstrumente (Aktien, Aktienzertifikate, börsengehandelte Fonds, Zertifikate und andere vergleichbare Finanzinstrumente) und auf Instrumente, die an einem Handelsplatz gehandelt werden, keine weiteren Eingrenzungen in den Level I Texten. Selbstverständlich gilt die Primärmarktausnahme im Rahmen der gesamten Transparenzvorschriften auch für Eigenkapitalinstrumente zu. Dies wird auch in den Q&As zum Thema Transparenzpflichten für Eigenkapitalinstrumente explizit unterstrichen.¹¹⁰ Gleichzeitig wird darauf hingewiesen, dass sowohl Blocktrades, wie auch Aktienrückkäufe als Sekundärmarktaktivitäten einzuordnen sind und entsprechend unter das Transparenz Regime fallen.

In Artikel 14 Absatz 1 MiFIR wird die grundsätzliche Pflicht zur Veröffentlichung von Kursofferten vorgeschrieben. Während diese für Instrumente mit einem liquiden Markt verbindlich gelegt werden müssen, genügt es für illiquide Instrumente diese auf Anfrage bereitzustellen. Kursofferten sind für diese Zwecke von einem systematischen Internalisierer gestellte Preise, die ein Kauf- bzw. Verkaufsinteresse über ein bestimmtes Volumen anzeigen.¹¹¹ In der delegierten Verordnung (EU) 2017/587 werden die Bedingungen, die Vorkehrungen zur Veröffentlichung dieser Kursofferten erfüllen muss, festgeschrieben. Der systematische Internalisierer hat dafür Sorge zu tragen, dass Fehler erkannt und behoben werden, die technischen Vorkehrungen denen eines APA gleichwertig sind um die Vergleichbarkeit der Daten sicherzustellen,¹¹² die Information auf nichtdiskriminierende Weise zur Verfügung gestellt wird und ferner der Veröffentlichungszeitpunkt in Einklang mit den Bestimmungen zur Synchronisierung von verwendeten Uhren steht.¹¹³

Folgend wird in Absatz 2 die Einschränkung für die Bestimmungen entsprechend Artikel 14–17 auf Aufträge bis zur Standardmarktgröße festgeschrieben. Bezüglich der Volumina legt Absatz 3 fest, dass systematische Internalisierer die Volumina festlegen können, diese aber im Bereich von 10–100 % der Standardmarktgröße liegen müssen. Darüber hinaus haben die Kursofferten »die vorherrschenden Marktbedingungen« widerzuspiegeln. Dazu wird in der delegierten Verordnung (EU) 2017/587 Artikel 10 unter Berücksichtigung der Volumina auf die Ähnlichkeit zu den Preisen am unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Markt verwiesen. Diesbezüglich sei auf

die in Kapitel 4.5.2 dargelegte Diskussion zur Tick-Size hingewiesen, die als Kriterium der für die vorherrschenden Marktbedingungen ergänzt wurde.

Bei der Standardmarktgröße handelt es sich entsprechend Absatz 4 um Kategorien von Werten, die aufgrund des arithmetischen Durchschnittswertes der Aufträge festgelegt werden. Für die Bestimmungen des arithmetischen Durchschnittswertes sind Geschäfte an Handelsplätzen innerhalb der Union relevant. Die Kategorisierung wird von jener Behörde getroffen, die entsprechend der Regelungen für die Transaktionsmeldungen¹¹⁴ für den unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Markt zuständig ist. Die genauen Details zur Berechnung der Standardmarktgröße werden in Artikel 11 in Verbindung mit dem entsprechenden Annex der delegierten Verordnung (EU) 2017/587 dargelegt.

Abschließend wird die ESMA mit der Erarbeitung technischer Regulierungsstandards beauftragt, die hinsichtlich Absatz 1–4 spezifische Regeln festlegen sollen. Auf die dahingehend erarbeiteten Standards wurde in den vorangehenden Ausführungen bereits referenziert.

Artikel 15 regelt folgend die Ausführung entsprechender Kundenaufträge, macht aber auch nähere Angaben über die Veröffentlichungsmodalitäten der Kursofferten. Ein zentraler Aspekt ist, dass entsprechend Absatz 1 die Veröffentlichung der Offerten »regelmäßig und kontinuierlich während der üblichen Handelszeiten« zu erfolgen hat. Dazu wird in der entsprechenden delegierten Verordnung spezifiziert, dass das Kriterium der regelmäßigen und kontinuierlichen Veröffentlichung dann Genüge getan wird, wenn die Kursofferten jederzeit innerhalb der zuvor festgelegten und veröffentlichten Handelszeiten verfügbar sind.¹¹⁵ Des Weiteren werden systematische Internalisierer dazu berechtigt, die Preise entsprechend zu aktualisieren und im Falle außergewöhnlicher Marktbedingungen auch zurückzuziehen. Gleichzeitig werden diese aber auch dazu verpflichtet, die Kursofferten »leicht zugänglich zu machen«. Die Regelungen dazu finden sich in Artikel 13 der delegierten Verordnung (EU) 2017/567. Diese schreiben vor, auf welchem Wege, in welchem Format und unter Berücksichtigung welcher Standards die Kursofferten zugänglich gemacht werden müssen. Absatz 2 besagt, dass die Aufträge grundsätzlich zu den veröffentlichten Kursen ausgeführt werden müssen, in begründeten Fällen aber auch ein besserer Kurs zum Tragen kommen kann. Dafür muss der Kurs allerdings »innerhalb einer veröffentlichten, marktnahen Bandbreite liegen«. Ebenso kann von Absatz 2 abgesehen werden, wenn es sich um die Ausführung von Aufträgen von professionellen Kunden handelt und diese entweder Teil eines

110 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 3, Question 1.

111 Delgado/Dreyer, in Temporale, Europäische Finanzmarktregulierung Handbuch zu EMIR, MiFID II/MiFIR, PRIIPs, MAD/MAR, OTC-Derivaten und Hochfrequenzhandel 39.

112 Vgl Art 15 VO (EU) 2017/571.

113 Art 50 RL 2014/65/EU.

114 Art 26 VO (EU) 600/2014.

115 Art 12 VO (EU) 2017/567.

Geschäftes mit mehreren Wertpapieren sind oder es sich um Aufträge handelt, für die andere Bedingungen als der jeweilige Marktkurs gelten. Absatz 4 regelt abschließend wie sich ein systematischer Internalisierer zu verhalten hat, wenn der Auftrag nicht der Quotierungsgröße entspricht. In Absatz 5 wird die entsprechende Befugnis erteilt, die getroffenen Bestimmungen in Form delegierter Rechtsakte näher zu definieren.

Um ein konsolidiertes Bild über die entsprechenden Bestimmungen nach Artikel 15 MiFIR zu geben, seien folgend die diesbezüglichen Inhalte der delegierten Rechtsakte angeführt. So liegen »außergewöhnliche Marktbedingungen« dann vor, wenn der Handelsplatz an dem das Instrument erstmals gehandelt wurde oder der nach Liquiditätsaspekten wichtigste Handelsplatz, entweder den Handel für das betreffende Instrument einstellen oder die Market-Making Verpflichtungen aussetzen. Außerdem fallen Situationen darunter, in denen für börsengehandelte Fonds keine Marktpreise für die zugrundeliegenden Instrumente verfügbar sind bzw die zuständige Behörde Leerverkäufe für das Finanzinstrument untersagt (entsprechend Leerverkaufsverordnung¹¹⁶). Die Aktualisierung der Kursofferten ist außerdem dann erlaubt, wenn der systematische Internalisierer dies in der aufrichtigen Absicht mit Kunden in nichtdiskriminierender Weise zu handeln tut. Bezüglich der »marktnahen Bandbreite« entsprechend Artikel 15 Absatz 2 MiFIR wird definiert, dass dies erfüllt ist, sofern der Preis innerhalb des Bid/Ask Spreads des systematischen Internalisierers liegt und den vorherrschenden Marktbedingungen entspricht.¹¹⁷ Ebenfalls wird für die Definition von einem Geschäft mit unterschiedlichen Wertpapieren auf die delegierte Verordnung (EU) 2017/587 verwiesen, wo diese sogenannten Portfoliogeschäfte näher bestimmt werden. Diese im Englischen »package order« genannte Geschäftsart stellt sich in der praktischen Handhabung durchaus komplex dar. Entsprechend umfangreiche Fragen werden daher auch in den Q&A Dokumenten der ESMA beantwortet. Es geht dabei beispielsweise um die Fragen ob package orders sowohl aus Eigen- wie auch aus Nichteigenkapitalinstrumenten bestehen können (was verneint wird) oder ob die Einzelinstrumente einer solchen Transaktion auf unterschiedlichen Handelsplätzen bzw auch OTC gehandelt werden können.¹¹⁸

Zuletzt wird für die Zwecke von Artikel 15 Absatz 3 noch klargestellt, wann »andere Bedingungen als der jeweilige Marktkurs« gelten. Auch hierfür wird auf die

delegierte Verordnung (EU) 2017/587 – genauer Artikel 6 – Bezug genommen

Artikel 16 beschreibt die Prüfungspflichten der zuständigen Behörde. Diese umfassen einerseits, dass geprüft wird, ob ein systematischer Internalisierer den Marktbedingungen entsprechende Geld- und Briefkurse veröffentlicht und andererseits, die Bedingungen hinsichtlich der Ausführung zu einem besseren als den quotierten Preis erfüllt werden.

Zuletzt regelt Artikel 17 den Zugang zu den betroffenen Kursofferten und gibt dem systematischen Internalisierer das Recht, diesen in entsprechend objektiver und nichtdiskriminierender Art und Weise einzuschränken. Dazu zählen auch wirtschaftliche Erwägungen, wie die Abschätzung von Risiken in Verbindung mit der Gegenpartei oder bestehende Abrechnungsmechanismen.¹¹⁹ Gleichzeitig ist es einem systematischen Internalisierer erlaubt sowohl die Anzahl der Geschäfte mit einem einzelnen Kunden, wie auch die Gesamtanzahl von Geschäften mit unterschiedlichen Kunden zu begrenzen, sofern diese »erheblich über der Norm liegen«. Für die Beschränkung eines Einzelkunden gilt wiederum das Gebot nur nichtdiskriminierende Maßnahmen zu setzen.¹²⁰ Eine Definition von erheblich über der Norm liegenden Geschäften wird in Artikel 15 der delegierten Verordnung (EU) 2017/587 gegeben. Darin heißt es, dass die Zahl oder das Volumen der Geschäfte so hoch sein soll, dass der systematische Internalisierer dadurch einem unangemessenen Risiko ausgesetzt wäre. Des Weiteren hat die Wertpapierfirma diese Zahl im Vorhinein und im Einklang mit deren Risikomanagementstrategien und -verfahren sowie auf nichtdiskriminierende Weise zu bestimmen.

3- Quotierung für Nichteigenkapitalinstrumente

In Artikel 18 der Verordnung (EU) 600/2014 werden die Quotierungspflichten für systematische Internalisierer und die dazugehörigen Bestimmungen zur Ausführung diesbezüglicher Kundenaufträge sowie dem Zugang zu den Kursofferten konsolidiert geregelt. Es handelt sich dabei um die unter MiFID II/MiFIR neu eingeführten Pflichten mit dem sachlichen Anwendungsbereich von Nichteigenkapitalinstrumenten. Unter MiFID I wurde den Mitgliedsstaaten lediglich die Möglichkeit gegeben, die Vorhandelstransparenz auch auf andere Finanzinstrumente ausdehnen, was aber in der Praxis nicht geschah (siehe Kapitel 1.1). Bereits an dieser Stelle sei erwähnt, dass einer der wichtigsten Unterschiede zwischen den Vorhandelstransparenzverpflichtungen von

¹¹⁶ Verordnung (EU) Nr 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABL L 86/1.

¹¹⁷ Art 10 VO (EU) 2017/587.

¹¹⁸ ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 4, Question 4.

¹¹⁹ Gebauer in Wertpapierhandelsrecht – Kommentar⁷ Art 17 VO Nr 600/2014 Rz 5.

¹²⁰ Art 17 Abs 2 VO (EU) 600/2014.

Eigenkapital- und Nichteigenkapitalinstrumenten darin liegt, dass im letzteren Fall keine kontinuierlichen Kursofferten abgegeben werden müssen.

Absatz 1 legt die Bedingungen fest unter denen ein systematischer Internalisierer für Nichteigenkapitalinstrumente, für die ein liquider Markt besteht, feste Kursofferten bereitstellen muss. Die erste Bedingung lautet, dass sie »für eine Kursofferte für einen Kunden des systematischen Internalisierers erforderlich« sind und die zweite lautet, dass der systematische Internalisierer mit der Abgabe der Kursofferte einverstanden ist. Gebauer stellt korrekterweise fest, dass es sich bei der ersten Bedingung um eine in der deutschen Fassung äußerst missglückten Übersetzung handelt. In der englischen Fassung lautet die Bedingung »they are prompted for a quote by a client of the systematic internaliser«. Dies entspricht auch der italienischen und französischen Fassung. Gebauer definiert die Bedingung als das »Vorliegen einer Preisanfrage eines Kunden«, was in der Gesamtschau der Übersetzungen als sinnvoll erscheint. Bemerkenswert ist, dass der systematische Internalisierer nicht dazu verpflichtet ist, eine solche Kursofferte abzugeben, sondern dies auch ohne Gründe dafür zu nennen, ablehnen kann. In den Q&A Dokumenten der ESMA werden Fragen zu Artikel 18 Absatz 1 MiFIR aufgegriffen. So wird die Frage positiv beantwortet, ob auch ein kontinuierliches Quotieren, wie es für liquide Eigenkapitalinstrumente vorgeschrieben ist, die Anforderungen für Nichteigenkapitalinstrumente erfüllen. Außerdem wird die Frage nach der Gültigkeitsdauer der Kursofferten thematisiert. Während die Beantwortung dazu auf den ersten Blick sehr unpräzise wirkt (»Das Angebot sollte für einen angemessenen Zeitraum gültig bleiben, damit die Kunden gegen das Angebot vollstrecken können«), ergibt dies aus praktischer Sicht Sinn. So sind die vorherrschenden Marktbedingungen je Finanzinstrumenten-Klasse derart unterschiedlich, dass keine allgemein gültige Dauer angegeben werden kann. Folgend seien zwei Beispiele am jeweils anderen Spektrum der Marktpraxis genannt: Im Bereich der Fremdwährungsderivate sind die Preise extrem kurzlebig, da sich auch die Fremdwährungen als zugrundeliegende Basiswerte sehr schnell im Wert verändern. So liegt die Gültigkeit von Preisen hier mitunter im Millisekunden Bereich. Im Gegensatz dazu sind spezifischere Anleihen mit einem wenig liquiden Markt sehr statisch. Hier sind die Kursofferten in der Praxis mitunter über Minuten unverändert.

In Absatz 2 wird bestimmt, dass systematische Internalisierer für Instrumente ohne liquiden Markt ihren Kunden auf Anfrage Kursofferten anbieten, sofern sie sich damit einverstanden erklären. Es handelt sich hierbei um keine festen Kursofferten. Außerdem kann auch diese Pflicht entfallen, sofern die zuständigen

Behörden Gebrauch von einer möglichen Ausnahme entsprechend Artikel 9 Absatz 1 MiFIR im Rahmen der Vorhandelstransparenz für Handelsplätze gemacht haben. Dort werden drei unterschiedliche Ausnahmen für die Pflicht zur Veröffentlichung definiert. Einerseits können Aufträge mittels Auftragsverwaltungssystemen eines Handelsplatzes, die größer als der marktübliche Geschäftsumfang sind, ausgenommen werden. Als zweite Ausnahme sind analog dazu Interessensbekundungen via Preisanfragesystemen und sprachbasierten Handelssystem, die über den typischen Umfang eines Finanzinstruments liegen, erfasst. Und abschließend können die zuständigen Behörden Ausnahmen für Derivate, die nicht der Handelsplatzpflicht¹²¹ unterliegen, und für andere illiquide Finanzinstrumente erlassen. Hinsichtlich der Frage welche Verpflichtungen letzten Endes im Rahmen der Vorhandelstransparenzpflichten für illiquide Nichteigenkapitalinstrumente verbleiben, stellt die ESMA in den Q&As Folgendes fest. Wie bereits im zugrundeliegenden Absatz 2 festgelegt, sind systematische Internalisierer nur dann verpflichtet Kursofferten abzugeben, wenn eine Anfrage eingeht und sich der systematische Internalisierer dazu bereit erklärt. Des Weiteren sind sie nicht dazu verpflichtet diese Kurse anderen Kunden zum Handeln zur Verfügung zu stellen oder zu veröffentlichen. Allerdings sei der systematische Internalisierer dazu verpflichtet, »den Kunden auf Anfrage die in illiquiden Finanzinstrumenten gestellten Kurse offenzulegen«.¹²²

Durch die Regelung, dass die zuständige Behörde Ausnahmen aussprechen kann, stellte sich die Frage welche Ausnahmeregelungen für Wertpapierfirmen anzuwenden sind. Dies klärte die ESMA im Rahmen der Q&As zu Transparenzthemen.¹²³ Dort wird klargestellt, dass die Regelungen jenes Landes relevant sind, in dem die Wertpapierfirma beheimatet ist. Sollte es sich nur um eine Niederlassung in der EU handeln, so ist die Regelung des Landes, in dem diese Niederlassung ansässig ist, relevant.

Analog der Bestimmungen für Eigenkapitalinstrumente¹²⁴ sind systematische Internalisierer dazu berechtigt, Kursofferten zu aktualisieren und im Falle außergewöhnlicher Marktbedingungen zurückzuziehen. Ebenso findet sich die Aufforderung an die Mitgliedsstaaten wieder, Firmen vorzuschreiben, dass diese ihre zuständige Behörde über das Erreichen des Status als systematischer Internalisierer informieren müssen (siehe Kapitel 4.1).

121 Art 18 VO (EU) 600/2014.

122 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 5.

123 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 4, Question 2.

124 Vgl Art 15 VO (EU) 600/2014.

Folgend wird in Absatz 5 geregelt, wer Zugang zu den verbindlich gestellten Kursofferten haben soll. Dabei wird auf den Zugang zu den Preisen abgestellt und nicht auf das Recht zu diesen auch zu handeln.¹²⁵ Auch hierbei ist es dem systematischen Internalisierer erlaubt, den Zugang für bestimmte Kunden einzuschränken. Allerdings muss dies entsprechend objektiver und nichtdiskriminierender Kriterien bestimmt werden und eindeutigen Standards entsprechen. Wie auch bei den Transparenzvorschriften für Eigenkapitalinstrumente ist in Absatz 5 die Möglichkeit analog vorgesehen, nicht mit jedem Kunden eine Geschäftsbeziehung einzugehen oder diese gegebenenfalls zu beenden. Dies ist für den Fall vorgesehen, dass der Kunde den Risikoparametern nicht entspricht oder beispielsweise eine Endabrechnung mit dem Kunden nicht möglich ist.

Hinsichtlich der Verpflichtung zu diesen Kursofferten, die anderen Kunden zur Verfügung gestellt werden, auch tatsächlich zu handeln wird festgeschrieben, dass dies »gemäß der veröffentlichten Bedingungen« zu erfolgen hat. Es wird die Frage gestellt, ob die Bindung an die Kursofferten direkt aus der Verordnung geschlossen werden kann oder diese über den Umweg der veröffentlichten Bedingungen zu erfüllen ist.¹²⁶ In Zusammenschau mit den anderen Sprachvarianten der Verordnung (EU) 2014/600 ist davon auszugehen, dass es sich um eine Verpflichtung entsprechend der vom systematischen Internalisierer festgelegten Bedingungen handelt. Auch diese Regelung ist allerdings dahingehend eingeschränkt, dass sie nur für Geschäfte bis zum typischen Umfang des Finanzinstruments gilt. Auch von der Pflicht zur Bereitstellung der Kursofferten ist der systematische Internalisierer dann befreit, wenn es sich um ein Instrument unterhalb der Liquiditätsschwellen handelt. Auch dahingehend werden in den Q&A Dokumenten weiter Details angeführt. So ist es zentral, die entsprechenden Bedingungen vorab den Kunden zur Verfügung zu stellen. Außerdem hat die Restriktion des Zugangs zu Kursofferten für bestimmte Kundengruppen auf Basis nichtdiskriminierender Kriterien zu erfolgen. Außerdem soll eine gegebenenfalls eingeführte Höchstzahl von Geschäfte mit Kunden entsprechend definiert werden.¹²⁷

Des Weiteren werden in Absatz 7 die in den Grundzügen bereits aus den für Eigenkapitalinstrumente bekannten Regelungen zur Beschränkung der Zahl der Geschäfte getroffen. Allerdings ist die Formulierung hier eine wesentlich allgemeinere. Trotzdem wird davon aus-

gegangen, dass dieselben Möglichkeiten gelten sollen. Diese Meinung wird auch im Rahmen der Q&As dahingehend gestützt, dass es sogar möglich sein soll nur ein solches Geschäft zuzulassen.¹²⁸

Hinsichtlich der näheren Bedingungen, wie Kursofferten zur Verfügung gestellt werden müssen, wird in Absatz 8 – ebenfalls analog der Vorschriften für Eigenkapitalinstrumente – auf die Formulierung zurückgegriffen »sie den übrigen Marktteilnehmern zu angemessenen kaufmännischen Bedingungen leicht zugänglich sind«. Diese werden wie in Kapitel 4.2.4 beschrieben in der delegierten Verordnung (EU) 2017/567 ausführlich definiert.

Absatz 9 regelt einerseits, dass die Kursofferten »die vorherrschenden Marktbedingungen« derselben oder ähnlicher Finanzinstrumente, die an einem Handelsplatz gehandelt werden, widerspiegeln. Andererseits wird festgeschrieben, dass sich auch systematische Internalisierer an Artikel 27 der MiFID II halten müssen. Diese Bestimmungen beinhalten die Verpflichtungen zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen (Best Execution). Im zweiten Unterabsatz wird wie bei Eigenkapitalinstrumenten die Möglichkeit vorgesehen, Aufträge in begründeten Fällen zu besseren Kursen auszuführen, wenn diese Kurse »innerhalb einer veröffentlichten, marktnahen Bandbreite« liegen.

Abschließend wird in Absatz 10 geregelt, dass systematische Internalisierer den Bestimmungen aus diesem Artikel nur dann unterliegen, wenn das Volumen der Geschäfte unter dem »ermittelten typischen Umfang« liegt. Für die Definition des typischen Umfangs wird auf die Vorhandelstransparenzpflichten für Handelsplätze verwiesen (vgl. Artikel 9 Absatz 5 lit d). Diese wiederum sehen vor, dass die Definition durch einen entsprechenden technischen Regulierungsstandard getroffen werden soll. Im entsprechenden Artikel 5 des RTS 2 wird ein weiterer Verweis auf einen Artikel 13 desselben RTS getätigt. In Artikel 13 Absatz 2 wird schlussendlich auf Anhang III desselben RTS verwiesen. Im Rahmen dieser Definition findet also viermal ein Verweis statt, wodurch die Übersichtlichkeit stark leidet. Letzten Endes werden in Anhang III je Asset-Klasse die entsprechenden Berechnungsmethoden festgeschrieben.

Neben Absatz 10 wird auch in Absatz 6 auf Geschäfte mit »ermitteltem typischen Umfang« verwiesen. Für diese Zwecke wird gesondert von den vorherigen Ausführungen eigens in Artikel 16 der delegierten Verordnung (EU) 2017/567 eine Definition getroffen, die allerdings direkt auf den Anhang des entsprechenden RTS 2 verweist.

125 Schrewe, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II/MiFIR 128.

126 Gebauer in Wertpapierhandelsrecht – Kommentar⁷ Art 18 VO Nr 600/2014 Rz 48.

127 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 8.

128 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 9.

Im Anschluss daran wird in Artikel 19 die Überwachung durch die ESMA geregelt und es werden die delegierten Rechtsakte zur Festlegung des typischen Volumens nach Artikel 18 Absatz 6 und angemessener kaufmännischer Bedingungen nach Artikel 18 Absatz 8 begründet. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass entgegen der Regelungen für Eigenkapitalinstrumente hier auch die ESMA genannt wird und in der Überschrift zu Artikel 19 sogar ausschließlich die ESMA genannt wird. Letzten Endes werden in Absatz 1 aber sowohl die zuständigen Behörden wie auch die ESMA dazu angehalten, die Anwendung von Artikel 18 bezüglich der Volumen für die Kursofferten gestellt werden und dem Grad in dem die Kursofferten das Kriterium der vorherrschenden Marktbedingungen erfüllen zu beaufsichtigen.

Es fällt auf, dass die Regelungen für Nichteigenkapitalinstrumente auf Level I deutlich weniger detailliert geregelt sind, als dies für Eigenkapitalinstrumente der Fall ist. Dadurch bleiben einige Unklarheiten zurück, wie zum Beispiel welchen Kunden Zugang zu den Kursofferten zu gewähren ist oder welche Kursofferten verbindlich sind und welche indikativ.¹²⁹ Die ESMA zieht in den Q&A Dokumenten soweit möglich Parallelen zu den Bestimmungen für Eigenkapitalinstrumente.¹³⁰ Insofern wird in der Praxis häufig der Weg gewählt, die offenen Fragen, soweit dies möglich und sinnvoll erscheint, für beide Finanzinstrumente-Klassen gleich zu handzuhaben.

Eine weitere Klarstellung in den Q&A Dokumenten betrifft die Frage, wie weit ein systematischer Internalisierer im Rahmen der zu veröffentlichenden Bedingungen hinsichtlich der Beschränkung zur Bereitstellung von Kursofferten gehen kann.¹³¹ So ist es einem systematischen Internalisierer sogar erlaubt festzuschreiben, dass er bezüglich des betroffenen Finanzinstruments nie eine Kursofferte zur Verfügung stellen wird. Es wird der betroffenen Wertpapierfirma also ein weiter Ermessensspielraum eingeräumt.

4. Art und Weise der Datenbereitstellung

Die Datenbereitstellung im Rahmen der Transparenzanforderungen für Eigenkapitalinstrumente, wie auch jene für Nichteigenkapitalinstrumente und unabhängig davon, ob es sich um einen Handelsplatz oder einen systematischen Internalisierer handelt, werden in Kapitel II der delegierten Verordnung (EU) 2017/567 weiter

behandelt. Es werden die in Artikel 13 Absatz 1, Artikel 15 Absatz 1 und Artikel 18 Absatz 8 der Verordnung (EU) Nr 600/2014 getroffenen grundsätzlichen Bestimmungen näher definiert. Dies dient dem Zweck eine einheitliche und wirksame Definition von »angemessenen kaufmännischen Bedingungen« für alle Handelsplätze und systematischen Internalisierer sicherzustellen.¹³²

Während Artikel 6 die Basis legt, indem definiert wird, dass der in den Level I Rechtsakten geforderten Verpflichtung zur Bereitstellung von Marktdaten »zu angemessenen kaufmännischen Bedingungen« dann Genüge getan wird, wenn die folgenden Artikel 7–11 berücksichtigt werden. Anschließend werden im Sinne einer praxisnahen und logisch konsistenten Regelung jene Normadressaten ausgenommen, die Marktdaten gebührenfrei zur Verfügung stellen. Artikel 7 ff behandelt im Anschluss Bestimmungen hinsichtlich den Preisen, die verrechnet werden dürfen, einer allenfalls zu verrechnenden Gebühr pro Nutzer, der Bereitstellung in nichtdiskriminierender Weise sowie das Verbot der Bündelung mit anderen Dienstleistungen und eine an das Disaggregationsniveau angepasste Bepreisung. Abschließend werden in Artikel 11 die Transparenzbestimmungen dargelegt, in denen vorgeschrieben wird, welche Veröffentlichungen Handelsplätze und systematische Internalisierer, bereitzustellen haben.

C. Auswirkungen im Rahmen der Nachhandelstransparenz

Neben den umfangreichen Anpassungen im Rahmen der Vorhandelstransparenz regelt MiFID II/MiFIR auch die Nachhandelstransparenz neu. So wie bei den Nachhandelstransparenz Pflichten für Handelsplätze werden auch die Vorschriften für Wertpapierfirmen in Eigenkapitalinstrumente¹³³ und Nichteigenkapitalinstrumente¹³⁴ geteilt. Diese grundsätzlich getrennt behandelten Transparenzvorschriften sind allerdings sehr ähnlich ausgestaltet. Eines der zentralen Ziele der Novellierung von MiFID I war es, die Transparenz insbesondere für den OTC Handel zu erhöhen.¹³⁵ Entsprechend wurden die ursprünglich nur für Eigenkapitalinstrumente geltenden Vorschriften eben auch auf Nichteigenkapitalinstrumente erweitert. Da es sich bei den Nachhandelstransparenzvorschriften um Regelungen für alle Wertpapierfirmen im Rahmen von OTC Geschäften handelt, sollen im Folgenden die wichtigsten allgemeinen Punkte angeführt werden und die für systematische Internalisierer speziellen Aspekte hervorgehoben

129 Gebauer in Wertpapierhandelsrecht – Kommentar⁷ Art 18 VO Nr 600/2014 Rz 29.

130 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 2, Question 7.

131 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 7, Question 12.

132 Vgl ErwGr 4 VO (EU) 2017/587.

133 Art 20 VO (EU) 600/2014.

134 Art 21 VO (EU) 600/2014.

135 Vgl ErwGr 4 RL 2014/65/EU.

werden. Auf eine vollumfängliche Analyse des Themas wird aber aufgrund des Umfangs verzichtet.

Gebauer hebt zwei Aspekte im Vergleich zur Vorhandelsstransparenz hervor: Einerseits gelten die Vorschriften der Nachhandelsstransparenz wie bereits eingangs erwähnt nicht nur für systematische Internalisierer, sondern auch für Wertpapierfirmen im Allgemeinen, sofern sie ein Geschäft außerhalb eines Handelsplatzes tätigen. Andererseits hat die Veröffentlichung der Daten über sogenannte approved publication arrangements (APA) zu erfolgen. Die zu veröffentlichenden Daten sollen Informationen rund um Volumen, Kurs und Zeitpunkt des Geschäftes enthalten (vgl. Absatz 1 Artikel 20 MiFIR). Gemeinsam haben die beiden Transparenzvorschriften denselben Anwendungsbereich hinsichtlich der betroffenen Finanzinstrumente. Hinsichtlich des persönlichen Anwendungsbereichs sind Wertpapierfirmen als die Normadressaten angeführt. Es ist allerdings sicherzustellen, dass eine Transaktion im Rahmen der Nachhandelsstransparenz auch nur einmal als solche veröffentlicht wird.¹³⁶ Deshalb wird vorgeschrieben welche Partei ein solches Geschäft zu veröffentlichen hat:¹³⁷ Es soll jeweils die Partei, die das Finanzinstrument veräußert, das entsprechende Geschäft veröffentlichen. Sofern es sich allerdings bei einer der beiden Parteien um einen systematischen Internalisierer handelt, so soll dieser die Transaktion veröffentlichen und den Verkäufer über diese Tatsache informieren. Handelt es sich wiederum bei beiden Parteien um systematische Internalisierer, so hat die verkaufende Wertpapierfirma die Transaktion zu veröffentlichen.

Neben dem Anwendungsbereich wird in RTS 1 auch der Inhalt der Veröffentlichung näher bestimmt. Folgende Details zu einem Geschäft sind zu veröffentlichen:

- ▷ Datum und Uhrzeit des Handels
- ▷ Kennung des Instruments (ISIN – siehe Exkurs Kapitel 4.6)
- ▷ Preis
- ▷ Preiswährung
- ▷ Menge
- ▷ Ausführungsplatz
- ▷ Datum und Uhrzeit der Veröffentlichung
- ▷ Veröffentlichungsplatz
- ▷ Transaktionsidentifikationscode
- ▷ Kennzeichnung spezieller Geschäfte

Hinsichtlich der zeitlichen Aspekte wird festgelegt, dass Geschäfte außerhalb eines Handelsplatzes, die während

der Öffnungszeiten des unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Marktes oder während der täglichen Handelszeiten der Wertpapierfirma getätigt werden, »so nah in Echtzeit wie technisch möglich und in jedem Fall innerhalb von einer Minute« zu veröffentlichen sind. Für andere Fälle hat die Veröffentlichung unmittelbar bei Beginn der Handelszeiten der Wertpapierfirma, spätestens aber vor Beginn des nächsten Handelstages des unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Marktes zu erfolgen. Es widmet sich in den entsprechenden Q&As der ESMA auch eine Frage dem Thema der zeitlichen Komponente. Da in den betreffenden Artikeln 20 und 21 der MiFIR der Zeitpunkt der Veröffentlichung nicht näher erläutert wird, stellt Frage 8¹³⁸ klar, dass die für Handelsplätze geltenden zeitlichen Bestimmungen auch für Wertpapierfirmen angewendet werden sollen. So sind auch Wertpapierfirmen und insbesondere systematische Internalisierer dazu verpflichtet ihre Geschäfte so nah an der Echtzeit wie möglich zu veröffentlichen. Hinsichtlich systematischer Internalisierer wird in der Beantwortung der Frage nochmals auf die Schaffung von fairen Wettbewerbsbedingungen zwischen Handelsplätzen und systematischen Internalisierer hingewiesen.

Entsprechend Artikel 7 MiFIR ist es den zuständigen Behörden erlaubt, eine spätere Veröffentlichung für Geschäfte mit großem Volumen zu erlauben. Diese mögliche Ausnahme bezieht sich zwar auf die Nachhandelsstransparenzvorschriften für Handelsplätze, kann aber – sofern vorhanden – auch von Wertpapierfirmen genutzt werden.¹³⁹ Die Grenzwerte für diese großvolumigen Geschäfte und die zugehörige Veröffentlichungsfrist werden in RTS 1 je Finanzinstrumentenklasse und für Aktien, Aktienzertifikate und Zertifikate in Abhängigkeit vom durchschnittlichen täglichen Tagesumsatz definiert (Annex Tabelle 4–6).

Während wie bereits eingangs erwähnt die Ausgestaltung der Regeln für Eigenkapitalinstrumente und Nichteigenkapitalinstrumente im Grunde sehr ähnlich ausgestaltet sind, soll folgend insbesondere auf die trotzdem vorhandenen Unterschiede eingegangen werden. Diese Abweichungen betreffen einerseits die Fristen zur Veröffentlichung der Geschäfte und andererseits die Ausnahmeregelungen, die es entweder erlauben Geschäfte später oder im Rahmen von Regelungen der zuständigen Behörden auch gar nicht zu veröffentlichen.

Hinsichtlich der zeitlichen Komponente sind für die ersten drei Jahre nach Anwendung der Verordnung (EU) 600/2014 Geschäfte innerhalb von maximal 15 Minuten zu veröffentlichen.¹⁴⁰ Nach Ablauf dieser drei Jahre

¹³⁶ Vgl. ErwGr 15 VO (EU) 2017/587.

¹³⁷ Art 12 Abs 4 ff VO (EU) 2017/587.

¹³⁸ ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 1, Question 8.

¹³⁹ Gebauer in Wertpapierhandelsrecht – Kommentar⁷ Art 20 VO Nr 600/2014 Rz 20.

¹⁴⁰ Art 7 Abs 4 VO (EU) 2017/583.

sind Geschäfte innerhalb von maximal 5 Minuten zu veröffentlichen. Diese Regelung tritt entsprechend mit 3.1.2021 in Kraft.

Hinsichtlich der Ausnahmeregelungen gibt es vier mögliche Tatbestände, die eine verspätete Veröffentlichung rechtfertigen (Artikel 8 RTS 2):

- ▷ Es handelt sich um ein Geschäft mit im Vergleich zum marktüblichen Volumen großem Volumen (näher definiert Artikel 9 RTS 2)
- ▷ Es handelt sich um ein Instrument, für das kein liquider Markt besteht
- ▷ Es handelt sich beim Geschäft um die Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge und es liegt über dem typischen Umfang des Instruments
- ▷ Das Geschäft ist Teil eines Transaktionspakets und erfüllte gewisse Kriterien

Die Bestimmungen der Ausnahmeregelungen im Ermessen der zuständigen Behörden im Rahmen von Artikel 21 Absatz 4 MiFIR werden in Artikel 11 RTS 2 näher definiert.

Aufgrund der zentralen Bedeutung der Transparenzdaten und entsprechend auch der APAs¹⁴¹, werden in RTS 13 die Bedingungen für diese Datendienste näher bestimmt. So sind Nachhandelstransparenzdaten nach 15 Minuten nach der Veröffentlichung ohne Kosten, leicht zugänglich und in nichtdiskriminierender Form zur Verfügung zu stellen. Auch dahingehend erkannte die ESMA nach den ersten Monaten Klarstellungsbedarf, da viele Anbieter diesen Anforderungen nicht nachgekommen sind und daher die Forderung nach Transparenz nicht vollumfänglich erfüllt wurden. Daher wurde dazu eine ausführliche Beantwortung im Rahmen der Q&As vorgenommen, die sehr deutlich darlegt welche Praktiken im Rahmen der Veröffentlichung erlaubt und welche nicht erlaubt sind.¹⁴² Insbesondere werden die Aspekte des freien Zugangs, eines lesbaren Formats und die zeitliche Komponente der Bereitstellung von Nachhandelstransparenzdaten hervorgehoben und in der Praxis gesehene Praktiken beurteilt.

D. Auswirkungen im Rahmen der Handelsplatzpflicht

Im Rahmen von MiFID II/MiFIR werden Handelspflichten für Aktien eingeführt, die zum Handel an einem regulierten Markt zugelassen sind oder an einem Handelsplatz gehandelt werden. Die Bestimmung besagt, dass diese Aktien an einem Handelsplatz (geregelter Markt

und MTF), über einen systematischen Internalisierer oder an einem gleichwertigen Drittlandhandelsplatz gehandelt werden müssen.¹⁴³ Die Bestimmung soll dazu beitragen eines der verfolgten Hauptziele, der Verlagerung von Wertpapiergeschäften auf organisierte Handelsformen, zu verwirklichen.¹⁴⁴ Es handelt sich bei der Handelsplatzpflicht also nicht um eine Bestimmung für den systematischen Internalisierer selbst, ist aber von Bedeutung da dieser einerseits eine mögliche Alternative zu einem Handelsplatz bietet und andererseits die Schwellwerte für die Ausnahmeregelungen im Folgenden entscheidend sind.

Gleichzeitig werden in Artikel 20 Absatz 1 MiFIR aber auch die Ausnahmeregelungen festgeschrieben. Zum einen trifft die Handelsplatzpflicht nicht zu, wenn eine Wertpapierfirma Handelsgeschäfte »auf nicht systematische Weise, ad hoc, unregelmäßig und selten« tätigt (lit a). Zum anderen gilt die Ausnahme, wenn Handelsgeschäfte »zwischen geeigneten und/oder professionellen Gegenparteien getätigt werden und nicht zum Prozess der Kursfestsetzung beitragen« (lit b). Für die nähere Definition der Ausnahmen entsprechend lit b erhält die ESMA das Mandat zur Ausarbeitung der Details, die in RTS 1 definiert werden.

Zu lit a erhält die ESMA hingegen kein Mandat zur weiteren Ausdetaillierung, was zu Auslegungsschwierigkeiten führen kann.¹⁴⁵ Jedoch geht die ESMA selbst in einem Discussion paper auf diese Thematik ein.¹⁴⁶ Darin legt die ESMA nahe, dass die Auslegung von »unregelmäßig« wohl die gegenteilige Definition von »regelmäßig« im Rahmen der SI Analyse sei. Zugleich wird darauf verwiesen, dass daneben auch noch die Bedingungen ad hoc und selten kumulativ erfüllt sein müssen. Die Stakeholder Group der ESMA geht in ihrer Antwort auf das Discussion Paper noch einen – möglicherweise unbewussten – Schritt weiter indem sie daraus schließt, dass alle Grenzwerte dieselben seien, wie bei der Definition des systematischen Internalisierers.¹⁴⁷ Auch Gebauer unterstützt diese Sichtweise und schließt daraus, dass der Ausnahmetatbestand erfüllt ist, wenn in dem jeweiligen Kriterium nicht der Schwellwert für die Qualifikation als systematischer Internalisierer erreicht

¹⁴¹ Brooks Callaghan, MiFID II implementation: the Systematic Internaliser regime, ICMA Secondary Markets 2017, 45.

¹⁴² ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 2, Question 10.

¹⁴³ Art 23 Abs 1 VO (EU) 600/2014.

¹⁴⁴ Vgl ErwGr 1 VO (EU) 600/2014.

¹⁴⁵ Cant/Green/Johnston/Perry, MiFID II/MiFIR: share trading obligation, <<https://www.ashurst.com/en/news-and-insights/legal-updates/trading-obligations/>> (25.5.2020).

¹⁴⁶ ESMA, Discussion Paper – MiFID II/MiFIR, ESMA/2014/548 vom 22.5.2014, 100, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-548_discussion_paper_mifid-mifir.pdf> (25.5.2020).

¹⁴⁷ ESMA Stakeholder Group, Advice to ESMA – Transparency and trading obligations (equities) aspects of the Consultation Paper and Discussion Paper on MiFID II/MiFIR, Rz 50, <<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-smmsg-037.pdf>> (25.5.2020).

ist.¹⁴⁸ Seggermann verweist ebenfalls darauf, dass wenn die entsprechenden Schwellenwerte überschritten werden, die Pflicht zum Handel an einem Handelsplatz aufgelöst wird.¹⁴⁹ In der Praxis herrschte oft dahingehend Verwirrung, da dies so gedeutet wurde, dass man entweder systematischer Internalisierer sei oder unter die Ausnahmeregelung fällt. Dies würde die Bestimmungen ins Leere laufen lassen. Tatsächlich müssen aber in beiden Fällen alle Kriterien kumulativ erfüllt werden. Sollte also beispielsweise nur einer der Schwellenwerte überschritten sein, qualifiziert man sich nicht als systematischer Internalisierer, darf aber gleichzeitig nicht von der Ausnahme der Handelsplatzpflicht Gebrauch machen.

Darüber hinaus sind zwei weitere Fragestellungen im Rahmen der Handelsplatzpflichten von Bedeutung, die allerdings nicht mehr unmittelbar mit dem Konzept des systematischen Internalisierers in Verbindung stehen und daher im Folgenden nur kurz skizziert werden sollen.

Im Rahmen des Brexits stellt die ESMA klar wie mit Aktien aus den EU27 und den EEA Staaten bzw mit britischen Titeln umzugehen ist. So fallen alle EU27 und EEA Titel unter die Handelsplatzpflicht, während britische Titel (Aktien deren ISIN mit GB beginnt) grundsätzlich nicht darunterfallen, sofern sie nicht als liquide innerhalb der EU27 und EEA Handelsplätze gelten.¹⁵⁰

Eine weitere wichtige Klarstellung wurde im Rahmen der Q&A Dokumente der ESMA getroffen.¹⁵¹ So muss eine Aktie nicht unmittelbar von einer Wertpapierfirma an einem Handelsplatz, über einen systematischen Internalisierer oder an einem gleichwertigen Drittlandhandelsplatz gehandelt werden, sondern letzten Endes muss das Ende einer Transaktionskette dort zu finden sein. Ansonsten wäre es einer Wertpapierfirma nicht möglich gewesen unter der Nutzung eines Brokers, eine Order auszuführen. Die Wertpapierfirma muss insofern lediglich bei einem Broker außerhalb der EEA Staaten sicherstellen, dass die Ausführung letzten Endes entsprechend der Handelsplatzpflicht stattfindet. Bei einem Broker aus einem EEA Staat muss eine Wertpapierfirma keine weiteren Maßnahmen treffen, da der Broker ebenfalls der Handelsplatzpflicht unterliegt.

E. Bereitstellung von Referenzdaten für Finanzinstrumente

Einen weiteren wichtigen Baustein für das Melderegime unter MiFID II/MiFIR stellt die Verpflichtung zur Bereitstellung von Referenzdaten dar. Darin werden Handelsplätze aber eben auch systematische Internalisierer dazu verpflichtet, Referenzdaten zu einzelnen Finanzinstrumenten den zuständigen Behörden zu melden. Diese Meldungen bilden die Basis für das von der ESMA aufgebaute Financial Instruments Reference Data System. Dieses Register bildet im Rahmen der Melderegime die Basis für die Validierung der gemeldeten Geschäfte und dient in der Praxis auch als Quelle für die Entscheidung darüber, ob ein Finanzinstrument zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen ist oder über einen MTF oder OTF gehandelt wird. Dies ist wiederum entscheidend dafür, ob Finanzinstrumente meldepflichtig sind und damit in den Anwendungsbereich unterschiedlicher MiFID II/MiFIR Regime fallen oder nicht (zum Beispiel der Transaktionsmeldung).¹⁵²

Hervorzuheben ist auch, dass die Bereitstellung von Referenzdaten für Finanzinstrumente auch eine Querschnittsmaterie zur Marktmissbrauchsrichtlinie (MAD)¹⁵³ und Marktmissbrauchsverordnung (MAR)¹⁵⁴ darstellt. Entsprechend wurden auch Anpassungen der MAD/MAR vorgenommen, um die Konsistenz der beiden Regelwerke zu gewährleisten.¹⁵⁵

Die ESMA erarbeitete entsprechend Artikel 27 Absatz 3 MiFIR die Details hinsichtlich Inhalte, Formate und Zeitpunkt der zu erfolgenden Meldung im Rahmen eines technischen Regulierungsstandards (RTS 23).

Inhaltlich hat die Meldung allgemeine Daten zum Instrument, Emittenten, Handelsplatz und Nennwert zu enthalten. Darüber hinaus sind je Finanzinstrument-Klasse weitere spezifische Informationen zu befüllen. Als besonderer Aspekt sollen an dieser Stelle noch die vorgeschriebenen Identifier hervorgehoben werden. Einerseits muss die Identifikation des meldenden Handelsplatzes bzw systematischen Internalisierers mittels MIC Code erfolgen. Dieser MIC Code wird entsprechend ISO 10383 vergeben, der von der International Organization

148 Gebauer in Wertpapierhandelsrecht – Kommentar⁷ Art 23 VO Nr 600/2014 Rz 27.

149 Seggermann in WAG 2018³ § 1 Rz 121.

150 ESMA, Public Statement – Impact of Brexit on the trading obligation for shares (Article 23 of MiFIR), <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-7329_public_statement_trading_obligation_shares.pdf> (25.5.2020).

151 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, Abschnitt 3, Question 2.

152 Art 26 VO (EU) 600/2014.

153 Engl für Market Abuse Directive; Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl L 173/179, nachfolgend MAD genannt.

154 Engl für Market Abuse Regulation; 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, ABl L 173/1, nachfolgend MAR genannt.

155 Schrewe, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II/MiFIR 219.

for Standardization definiert wurde. Beantragt werden muss der Code bei der Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT), die von der International Organization for Standardization als Registrierungsbehörde bestimmt wurde.¹⁵⁶ Andererseits muss für jedes Finanzinstrument, das unter die Pflicht zur Meldung von Referenzdaten fällt mittels des ISIN Codes identifiziert und mittels Classification for Financial Instruments (CFI) Code klassifiziert werden.

Während, bedingt durch die unterschiedlichen Produkte und Handelsancen, die Identifikation von Finanzinstrumenten mittels ISIN für Eigenkapitalinstrumente bereits vor MiFID II/MiFIR Marktstandard in Europa waren, ist dies für viele Nicht-Eigenkapitalinstrumente nicht der Fall – insbesondere für Derivate waren ISINs als Identifikation nicht gebräuchlich.¹⁵⁷ Entsprechend intensiv wurde diese Regelung diskutiert. Beispielhaft für die umfangreichen Bedenken sei hier die Meinung der International Swaps and Derivatives Association angeführt, die in ihrem Report¹⁵⁸ bereits Ende 2015 auf mögliche Probleme hinweist. So werden in dem Report zwei zentrale Problemstellungen hervorgehoben. Zum einen die Granularität der ISIN Vergabe, die unter anderem durch den RTS 23 vorgegeben ist, wonach ISINs mitunter auf Tradeebene mit einer entsprechenden ISIN zu versehen sind, da beispielsweise für Zinsderivate sowohl Laufzeit wie auch exakte Zinssätze beider Legs anzugeben sind. Diese Befürchtung hat sich insoweit manifestiert, als dass im Zeitraum von Oktober 2017 – April 2020 bereits 38 896 857 Derivate ISINs von der Association of National Numbering Agencies (ANNA) vergeben wurden.¹⁵⁹ Zum anderen wurde angemerkt, dass ISINs nun in kürzester Zeit zur Verfügung stehen müssen, da nicht nur die auf täglicher Basis zu erfolgende Referenzdatenmeldung mittels ISIN zu erfolgen hat, sondern auch die Nachhandelstransparenzvorschriften zu erfüllen sind, die eine Veröffentlichung inklusive der ISIN als Identifikation des Instruments innerhalb von 15 Minuten vorsehen.¹⁶⁰ Diese Frist von 15 Minuten wird 3 Jahre nach Anwendung sogar auf 5 Minuten reduziert. Während für Eigenkapitalinstrumente die entsprechenden Instrumente langlebiger sind bzw bereits vor dem Handel

existieren, entstehen derivative Instrumente mitunter erst durch den jeweiligen Geschäftsabschluss.¹⁶¹

Die im obigen Absatz bereits erwähnte Association of National Numbering Agencies hat eine entsprechende Initiative gestartet, die dieser neuen Anforderungen gerecht wird. Das Derivatives Service Bureau (DSB) der ANNA bietet als Service die ad-hoc Generierung von ISINs für die oben genannten Zwecke an, die es den Wertpapierfirmen ermöglicht den Regelungen zu entsprechen.¹⁶²

Neben diesen in der praktischen Anwendung verorteten Problemfeldern, kristallisierte sich aber auch eine rechtliche Frage hinsichtlich des Anwendungsbereichs der Transparenzvorschriften heraus. So ist für den sachlichen Anwendungsbereich der Vorhandelstransparenz, der Nachhandelstransparenz, der Pflicht zur Meldung von Transaktionen, sowie der Handelsplatzpflicht entscheidend, ob ein Instrument an einem Handelsplatz gehandelt wird oder nicht. Während diese Bestimmung für Eigenkapitalinstrumente wenig Spielraum eröffnet, ist sie für OTC gehandelte Derivate von entscheidender Bedeutung. Nachdem diese Fragen zentral für die Anwendung des neuen Gesetzespakets waren, veröffentlichte die ESMA im Mai 2017 eine entsprechende opinion, die klarstellt, wann ein OTC Derivat einem an einem Handelsplatz gehandelten Instrument entspricht.¹⁶³ In diesem Dokument wird beschrieben, dass dies dann der Fall ist, wenn die Finanzinstrumente dieselben Referenzdaten teilen. Dabei handelt es sich um die nach RTS 23, Annex, Tabelle 3 angeführten Felder. Ausgenommen davon sind die Felder 5–12, die den Handelsplatz und Emittenten des Instruments betreffen. Damit bleiben aber viele sehr spezifische Felder als entscheidende Kriterien bestehen – allen voran Feld 2 (»Vollständige Bezeichnung des Instruments«). Dabei handelt es sich um einen freiwählbaren und bis zu 350 Zeichen langen Namen. Zeitz/Höppner führen ein Beispiel an: ISIN EZ1004CM2JX4.¹⁶⁴ Es handelt sich bei diesem Instrument um einen Fixed-Float Fünfjahres-Swap, der auf den 3-Monats EURIBOR abstellt. Dieser Swap ist fünfmal in FIRDS zu finden, wobei vier davon unterschiedliche Bezeichnungen führen:

156 ISO 20022 – Registration Authority, ISO 10383 – Market Identifier Codes (MIC) Registration Procedures, <https://www.iso20022.org/sites/default/files/documents/D7/MIC_Registration_Procedures.pdf> (25.5.2020).

157 Khwaja, MiFID II – Why ISINs for OTC Derivatives are Bad for Transparency, <<https://www.clarusft.com/mifid-ii-why-isins-for-otc-derivatives-are-bad-for-transparency/>> (25.5.2020).

158 International Swaps and Derivatives Association, Derivatives Symbolology – MiFID II Regulatory Report, 18 <<https://www.isda.org/AziDE/isda-symbolology-regulatory-wg-mifidii-report-v1-2-public.pdf>> (25.5.2020).

159 Derivatives Service Bureau, ANNA – DSB, <<https://www.annadsb.com/>> (25.5.2020).

160 Art 7 Abs 4 VO (EU) 2017/583.

161 Lucantoni, Trading Equity Financial Instruments under MiFID II and MiFIR, *Journal of International Banking Law and Regulation* 2016, 203.

162 Kentouris, OTC Derivatives Players: The ISIN Engine Emerges (Updated), <<https://finopsinfo.com/technology/infrastructure/otc-derivatives-players-the-isin-engine-emerges/>> (25.5.2020).

163 ESMA, Public Statement Impact of Brexit on the trading obligation for shares (Article 23 of MiFIR), <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-7329_public_statement_trading_obligation_shares.pdf> (25.5.2020).

164 Höppner/Zeit, Meldepflichten und Referenzdaten für Geschäfte in Finanzinstrumenten, in Wohlschlägl-Aschberger (Hrsg), *MiFID II – Recht, Praxis, Perspektiven* (2018) 4.3.6.

- ▷ Nex SEF MTF: Rates Swap Fixed_Float EUR-EURIBOR-Reuters 3 MNTH 20230620
- ▷ Tradeweb EU BV – MTF: Rates Swap Fixed_Float EUR-EURIBOR-R
- ▷ Bloomberg Trading Facility Limited: EUR SWAP VS 3M 4YR
- ▷ Royal Bank of Scotland – Systematic Internaliser: Rates Swap Fixed_Float EUR-EURIBOR-Reuters 3 MNTH 20230620
- ▷ Tradeweb Europe Limited: Rates Swap Fixed_Float EUR-EURIBOR-R

Wird dieses Instrument also mit denselben Parametern aber unter einem anderen Namen gehandelt, gilt es nicht als an einem Handelsplatz gehandelt und unterliegt nicht den oben genannten Bestimmungen.

Hinsichtlich der zeitlichen Komponente wird klargestellt, dass die Meldung bis 21:00 MEZ desselben Tages zu erfolgen hat, sofern das Instrument vor 18:00 MEZ gehandelt wurde, zum Handel zugelassen wurde oder Aufträge bzw. Quotierungen eingegangen sind. Für Instrumente bei denen dies nach 18:00 MEZ erfolgte müssen die Referenzdaten am folgenden Tag gemeldet werden.¹⁶⁵

Neben diesen allgemein geltenden Regelungen zur Ausgestaltung der Meldung, ist mit Augenmerk auf das Konzept des Systematischen Internalisierers insbesondere zu betrachten unter welchen Voraussetzungen ein solcher zur Meldung verpflichtet ist. Während Handelsplätze dazu verpflichtet sind Referenzdaten für die Finanzinstrumente bereitzustellen, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind oder über ein MTF oder OTF gehandelt werden, sind systematische Internalisierer dazu verpflichtet für »andere unter Artikel 26 Absatz 2 fallende Finanzinstrumente, die über sein System gehandelt werden«¹⁶⁶ Referenzdaten bereitzustellen. Es handelt sich dabei entsprechend um Instrumente, die selbst nicht gehandelt werden oder zum Handel zugelassen sind, deren Basiswerte aber entweder ein Einzelinstrument sind, das an einem Handelsplatz gehandelt wird oder ein Index oder Korb von Finanzinstrumenten, die an einem Handelsplatz gehandelt werden. Darunter fallen insbesondere verbrieftete Derivate, die von Wertpapierfirmen ausgegeben werden, aber die nicht an einem Handelsplatz gehandelt werden können.¹⁶⁷ In der Praxis sind dies oftmals Zertifikate, die als Underlying eine häufig gehandelte Aktie oder einen Index haben.

Außerdem soll betrachtet werden, dass systematische Internalisierer für diejenigen Finanzinstrumente,

die über »sein System gehandelt werden«, die entsprechenden Referenzdaten bereitstellen muss. Schrewe legt dies so aus, dass die Pflicht für den systematischen Internalisierer nur für die Instrumente gilt, die er im Rahmen seiner Eigenschaft als ebensolcher handelt.

Praktische Aspekte:

Trotz der auf dem ersten Blick eindeutig erscheinenden Regelungen im entsprechenden RTS 23, lässt sich anhand der vielen gestellten Fragen im Rahmen der Q&As zu diesem Thema die Komplexität der Meldung erkennen.¹⁶⁸

Manche Börsen machten zu Beginn keine tägliche Meldung, sondern lediglich Delta-Meldungen entsprechend der bereits zuvor in Kraft getretenen MAD/MAR Anforderungen. Dies führte zu einem fehlerhaften Register der gehandelten oder zum Handel zugelassenen Finanzinstrumente und dazu zu falschen Validierungen im Rahmen der Nachhandelstransparenz sowie der Transaktionsmeldung. Daraus lässt sich erkennen, wie zentral diese Regelung für ein funktionierendes Meldewesen unter MiFID II/MiFIR ist.

F. Auswirkungen im Rahmen anderer Bestimmungen der MiFID II/MiFIR

Neben den bereits in den vorangegangenen Kapiteln angeführten Bestimmungen, gibt es darüber hinaus weitere Bereiche des Gesetzespakets, die zwar nicht ausschließlich oder primär auf systematische Internalisierer abzielen, von denen diese aber auch erfasst sind. Dazu zählen die Best Execution Bestimmungen sowie das Tick Size System.

1. Best Execution

Die Verpflichtungen zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen ist eine Regelung, die mit erhöhten Transparenzanforderungen und verbesserten Anlegerschutz gleich zwei zentrale Ziele des Gesetzespakets reflektiert¹⁶⁹ und die im Grunde bereits unter MiFID I bestehende Bestimmungen verschärft und ergänzt. Die allgemeinen Bestimmungen entsprechend Artikel 27 MiFID II treffen systematische Internalisierer ebenso wie andere Wertpapierfirmen. Nur auf die Anforderung, dass Wertpapierfirmen die Zustimmung der Kunden benötigen, wenn sie Kundenaufträge außerhalb von Handelsplätzen ausführen sei noch explizit hingewiesen, da dies bei systematischen Internalisieren definitionsbedingt der Fall ist.

In Absatz 3 werden allerdings auch spezifische Regelungen getroffen, die unter anderem auf systematische

¹⁶⁵ Art 2 VO (EU) 2017/585.

¹⁶⁶ Art 27 Abs 1 VO (EU) 600/2014.

¹⁶⁷ Schrewe, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II/MiFIR 221.

¹⁶⁸ ESMA, Questions and Answers on MiFIR data reporting.

¹⁶⁹ Vgl ErwGr 4 RL 2014/65/EU.

Internalisierer abzielen und nicht auf Wertpapierfirmen im Allgemeinen. Dabei geht es um die Pflicht zur Veröffentlichung von Daten zur Qualität von Ausführungsplätzen. Die ESMA erhält entsprechend Absatz 10 lit a das Mandat, diese in der Richtlinie sehr allgemein formulierte Bestimmung, in Form eines technischen Regulierungsstandards näher zu definieren. Der entsprechende RTS 27 legt die Details zu Inhalten, Form und Periodizität dar. Der Bericht ist für alle Klassen von Finanzinstrumenten zu erstellen und es wird lediglich zwischen handelsplatzpflichtigen und nicht handelsplatzpflichtigen unterschieden. Dies hat aber lediglich die logische Ursache, dass für die erste Gruppe nur Handelsplätze und systematische Internalisierer in Frage kommen, für die zweite Gruppe aber alle Ausführungsplätze.

Hinsichtlich des persönlichen Anwendungsbereichs sind systematische Internalisierer, wenn sie als solche handeln, klar erfasst. Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass sie nicht davon erfasst sind, sofern sie Geschäfte außerhalb ihrer Tätigkeit als systematischer Internalisierer ausführen.¹⁷⁰ Allerdings sind auch Ausführungsplätze von RTS 27 erfasst, sofern es sich um Market Maker oder andere Liquiditätsgeber handelt. Insbesondere der Begriff der anderen Liquiditätsgeber ist nicht klar umrissen und stellt in der Praxis ein Problem hinsichtlich der Auslegung des Anwendungsbereichs dar. Auch die in den Erwägungsgründen des Regulierungsstandards getroffenen Ausführungen¹⁷¹ treffen keine eindeutige Aussage. Insofern bleibt auch für Wertpapierfirmen, die in manchen Finanzinstrumenten als systematischer Internalisierer tätig sind, die Frage im Raum stehen für welche Geschäfte außerhalb dieser Tätigkeit ein solcher Report bereitzustellen ist. Die Frage nach der Definition des anderen Liquiditätsgebers wurde auch in den entsprechenden Q&A der ESMA aufgenommen. Allerdings findet sich auch dort keine für die Praxis sehr brauchbare Beschreibung. Es wird sogar hervorgehoben, dass die Definition der ESMA und den zuständigen Behörden Flexibilität in der Auslegung gebe,¹⁷² was die Fragestellung für Wertpapierfirmen in der Praxis nicht erleichtert, ob nun die entsprechenden Daten zu publizieren sind oder nicht.

Darüber hinaus wurden in den Q&A festgestellt, dass sich alle Transaktionen unabhängig von der Kundengruppe im entsprechenden Bericht finden sollen.¹⁷³ Während Transaktionen mit Privatkunden und profes-

sionellen Kunden vollumfänglich von den Grundsätzen zur bestmöglichen Ausführung erfasst sind, sind diese für geeignete Gegenparteien nämlich nur sehr eingeschränkt anwendbar. Daneben finden sich im entsprechenden Q&A Dokument noch einige Fragen insbesondere rund um die Befüllung einzelner Felder der entsprechenden Templates aus RTS 27.

Bezüglich der Periodizität ist festgeschrieben, dass der Bericht grundsätzlich jedes Quartal für die vorhergehende Periode zu veröffentlichen ist und zwar entsprechend am 30. Juni für die Zeit von 1. Jänner bis 31. März, am 30. September für die Zeit von 1. April bis 30. Juni usw. Der Bericht hat aber sehr wohl Informationen auf Handelstagsbasis zu enthalten.

Die Inhalte lassen sich grob in folgende Bereiche unterteilen:

- ▷ Handelsplatzspezifische Informationen wie Bezeichnung, MIC Code, Land,...
- ▷ Finanzinstrument spezifische Daten wie ISIN, Klassifizierung, Währung,...
- ▷ Preisinformationen wie durchschnittliche Preise, Höchst-, Niedrigstpreis pro Tag aber auch Referenzpreise zu bestimmten Tageszeitpunkten
- ▷ Kosteninformationen die sämtliche Gebühren (zB Ausführungs- und Clearinggebühren) umfassen aber auch Steuern, Rabatte udgl.
- ▷ Ausführungswahrscheinlichkeit anhand unterschiedlicher Parameter wie der Anzahl der eingegangenen Orders, dem Wert dieser Orders sowie der Anzahl der ausgeführten Orders und deren Wert
- ▷ Je nach Handelssystem die Daten, die weitere Auskünfte über die Ausführungsqualität geben (zB Geschwindigkeit, Buchtiefe, Anzahl von Änderungen und Stornierungen, unterschiedliche Auftragsarten,...)

Bezüglich dem Format wird in Artikel 10 festgesetzt, dass die Informationen entsprechend der im Annex des Regulierungsstandards festgelegten Tabellen zu erfolgen hat und in einem maschinenlesbaren, elektronischen Format, das der Öffentlichkeit zum Download zur Verfügung steht.

Auch hier hat sich ein für den Markt wichtiges Problem gestellt: So ist zwar ein grober Rahmen bezüglich dem Format gegeben, jedoch steht die genaue Ausführung des Reports (zB Datenformat) frei. Dies führt dazu, dass die gewünschte Vergleichbarkeit von Ausführungsplätzen kaum gefördert wurde, da es für Wertpapierfirmen praktisch nicht möglich ist alle in Frage kommenden Ausführungsplätze zu vergleichen. Es wäre ein enormer Aufwand alle Daten zu beziehen und anschließend zur Vergleichbarkeit in ein gemeinsames Format

170 Schrewe, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II/MiFIR 216.

171 Vgl ErwGr 7 VO (EU) 2017/575.

172 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, Abschnitt 1, Question 18.

173 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, Abschnitt 1, Question 12.

zu überführen. Ebenso gibt es am Markt aktuell keine Anbieter, die Berichte sammeln und in konsolidierter Form zur Verfügung stellen.

2. Tick Size

Als Tick Size werden die kleinstmöglichen Kursabstufungen bei den Preisen eines Wertpapiers bezeichnet. In Artikel 49 MiFID II wird das Tick Size Regime für geregelte Märkte eingeführt und die ESMA damit beauftragt, entsprechende Regulierungsstandards auszuarbeiten (Absatz 4). Es geht dabei um einen zu definierenden Mindestwert für die Preis- bzw. Quotierungsstufen. Damit soll Funktionsfähigkeit der Märkte sichergestellt werden indem immer kleiner werdende Preisinkremente verhindert werden.¹⁷⁴

Hinsichtlich des sachlichen Anwendungsbereichs hat die ESMA in RTS 11 festgelegt, dass nur Aktien, Aktienzertifikate und börsengehandelte Fonds von den Bestimmungen betroffen sein sollen, da die Funktionsweise und Marktstruktur anderer Finanzinstrumente keine diesbezüglichen Regelungen erfordere.¹⁷⁵

Die Tick Size Regelung sieht vor, dass Handelsplätze und – entsprechend der unten beschriebenen Änderung – systematisch Internalisierer anhand der vorgegebenen Tabelle im Anhang des RTS 11 die jeweils anwendbaren Kursabstufungen ablesen und anwenden. Es gibt sechs unterschiedliche Liquiditätsbänder, die basierend auf der durchschnittlichen täglichen Anzahl an Geschäften, entsprechend zur Anwendung kommen.

Entsprechend Artikel 3 Absatz 1–2 wird die tägliche Anzahl an Geschäften durch die Berechnung der zuständigen Behörde einmal jährlich bis zum 1. März bestimmt und von dieser veröffentlicht. Es handelt sich dabei um die Anzahl der Geschäfte, die am unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Markt getätigt wurden. Die zuständige Behörde ist jene, für den unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Markt zuständige Behörde, die wiederum in RTS 22 genauer definiert wird. In den weiteren Absätzen von Artikel 3 werden diverse Ausnahmen vorgesehen. Zum Beispiel wie die Berechnung im Fall von neu zum Handel zugelassenen Instrumenten durchzuführen ist.

Es gab bereits zwei Änderungen an den Tick Size Regeln. Eine Änderung betraf die Bestimmung des Liquiditätsbandes für Finanzinstrumente, deren liquideste Börse nicht innerhalb der EU liegt. Für diese Fälle wären bei der ursprünglichen Regelung trotzdem die Werte der liquidesten EU Börse herangezogen worden, dies hätte zu einer nachteiligen höheren Tick Size auf EU Märkten

geführt.¹⁷⁶ Daher wurden die zuständigen Behörden dazu ermächtigt die berechnete oder geschätzte durchschnittliche tägliche Anzahl der Transaktionen anzupassen. Allerdings unter den beiden kumulativ zu erfüllenden Bedingungen, dass der höchste Umsatz für ein Instrument an einem Drittland Handelsplatz stattfand und die Anzahl der täglichen Geschäfte an dem EU Markt gleich oder größer eins ist. Die entsprechenden Änderungen wurden von der ESMA nach der Consultation in einem Final Report vorgestellt.¹⁷⁷ Anschließend wurden die Änderungen an RTS 11 durch die delegierte Verordnung (EU) 2019/443 umgesetzt.¹⁷⁸

Neben dieser Adaption allgemeiner Natur gab es eine weitere und für das Thema dieser Arbeit entscheidende Änderung. So war der in Artikel 49 MiFID II gegebene persönliche Anwendungsbereich bereits durch die ESMA von geregelten Märkten auf Handelsplätze (geregelte Märkte, MTF und OTF) erweitert worden.

Nachdem am Markt aber Diskussionen laut wurden, dass diese Regelung systematische Internalisierer ungewollte Vorteile bieten würde,¹⁷⁹ veröffentlichte die ESMA ein Consultation Paper zu diesem Thema.¹⁸⁰ Die Hintergrundüberlegung dazu lautete, dass systematische Internalisierer nicht an die entsprechenden Tick-Größen gebunden sind und dadurch die an den Märkten handelbaren Preise auf der Bid bzw Ask Seite um jeweils eine Nuance über- bzw unterbieten könnten. Auf Basis der Rückmeldungen der Marktteilnehmer reagierte die ESMA und präsentierte den oben angeführten Final Report zu den Änderungen an RTS 11. In diesem Vorschlag war ua enthalten, dass die Anwendung hinsichtlich der betroffenen Finanzinstrumente analog der Regelung für Handelsplätze gestaltet werden soll. Darüber hinaus sollte die Kopplung an die Tick Size bis zur Standardmarktgröße gelten.

Grundsätzlich wurde dieser Vorschlag von der Kommission begrüßt. Allerdings mit dem Eingriff, dass nur

176 ESMA, Press Release – ESMA consults on tick size regime, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/pr_esma_71-99-1005_esma_consults_on_tick_size_regime.pdf> (25.5.2020).

177 ESMA, Final Report Amendment to Commission Delegated Regulation (EU) 2017/588 (RTS 11), ESMA70-156-834 vom 12.12.2008, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-834_final_report_on_the_proposed_amendments_to_rts_11.pdf> (25.5.2020).

178 Delegierte Verordnung (EU) 2017/443 der Kommission vom 13. Februar 2019 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/588 im Hinblick auf die Möglichkeit, die durchschnittliche tägliche Anzahl der Geschäfte mit einer Aktie anzupassen, wenn der größte Umsatz mit dieser Aktie an einem Handelsplatz außerhalb der Union erzielt wird, ABl L 77/59.

179 McDowell, ESMA moves forward with SI tick size regime amendment, <<https://www.thetradenews.com/esma-moves-forward-si-tick-size-regime-amendment/>> (25.5.2020).

180 ESMA, Consultation Paper Amendments to Commission Delegated Regulation (EU) 2017/587 (RTS 1), ESMA70-156-275 vom 9.11.2017, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-275_cp_on_revised_rts_1.pdf> (25.5.2020).

174 Vgl ErwGr 1 VO (EU) 2017/588.

175 Vgl ErwGr 2–4 VO (EU) 2017/575.

Aktien und Aktienzertifikate von den angepassten Quotierungsregeln für systematische Internalisierer betroffen sein sollen.¹⁸¹

Die ESMA wiederum antwortete darauf, dass sie zustimmt, die Änderungen nur für Aktien und Aktienzertifikate anzuwenden. Lässt es sich aber zugleich nicht nehmen nochmals darauf hinzuweisen, dass sie weiterhin der Meinung sei, dass derselbe Anwendungsbereich hinsichtlich der betroffenen Finanzinstrumente die legislativen Ziele besser erfüllen hätte können.¹⁸²

Die Umsetzung der Änderungen schlugen sich dann einerseits in RTS 1 nieder, wo festgeschrieben wurde, dass die Quotierungen von systematischen Internalisieren die vorherrschenden Marktbedingungen widerspiegeln müssen und dies wiederum nur dann erfüllt ist, wenn die Preise entsprechend des Tick Size Regimes quotiert werden. Andererseits wurde auch die MiFIR selbst angepasst und Artikel 17a eingefügt. Dort wird ebenfalls festgehalten, dass die Kursofferten von systematischen Internalisierern im Einklang mit den nach Artikel 49 MiFID II festgelegten Tick Größen stehen müssen.¹⁸³

Diese Änderungen hätten mit 26. März 2020 angewandt werden sollen, jedoch empfahl die ESMA aufgrund der COVID-19 Pandemie den nationalen Behörden die Aufsichtstätigkeit dazu bis 26. Juni 2020 nicht zu priorisieren.¹⁸⁴

V. Zusammenfassung und Ausblick

Ziel des Gesetzgebers war es mit MiFID II/MiFIR Lücken im Kapitalmarktrecht zu schließen, die im Zuge der Finanzkrise offenkundig wurden. Die beiden im Rahmen dieser Betrachtung wichtigsten Aspekte sind die Schaffung transparenter Märkte und die Verwirklichung des vielzitierten level playing fields – also fairer Wettbewerbsbedingungen.

Für die erhöhte Transparenz der Märkte sind unterschiedliche Faktoren und Regime von Bedeutung. Erster

Punkt ist die Schaffung einer gemeinsamen Grundlage, welche Instrumente in den sachlichen Anwendungsreich der Transparenz- und Meldeanforderungen fallen. Eines der zentralen Kriterien dahingehend ist die Definition, ob ein Instrument an einem Handelsplatz gehandelt wird. Diesbezüglich ist die Einführung der Pflicht zur Meldung von Referenzdaten ein wichtiges Instrument. Hier sind allerdings weitere Klarstellungen seitens des Gesetzgebers wünschenswert. Insbesondere die Definition, ob ein Instrument äquivalent zu einem bereits existierenden und an einem Handelsplatz gehandelten Instrument ist, ist kritisch zu betrachten. Aktuell gilt ein Finanzinstrument bereits als nicht äquivalent zu einem anderen, wenn der frei wählbare Instrumentenname geändert wird, auch wenn das Finanzinstrument ansonsten ident ist.

Zweiter Punkt sind die Transparenz Maßnahmen an sich. Dazu zählen im Zusammenhang mit dem Konzept des systematischen Internalisierers allen voran die Vorhandelstransparenz und die Nachhandelstransparenz, welche den Markt mit Preisinformationen versorgt. Hier wurde mit der Erweiterung der Vorhandelstransparenz auf Nichteigenkapitalinstrumente ein wichtiger Schritt getan. Darüber hinaus sind aber auch die zu erstellenden Berichte im Rahmen der Best Execution Verpflichtungen von Bedeutung. Diese sollen es den Marktteilnehmern ermöglichen, Ausführungsplätze untereinander zu vergleichen. Sowohl bei der Vor- und Nachhandelstransparenz, wie auch bei der Bereitstellung der Best Execution Berichte, stellt die Verfügbarkeit der Daten ein Problem dar. APAs haben insbesondere zu Beginn die Daten nicht in der geforderten Form zur Verfügung gestellt. Die ESMA hat dahingehend auch in Q&As dargelegt, wie diese Bereitstellung zu erfolgen hat und es bleibt abzuwarten, ob sich dadurch signifikante Verbesserungen einstellen. Hinsichtlich der Best Execution Berichte stellt sich ein anderes Problem: es wurde verabsäumt ein ausreichend einheitliches Format zu definieren. Dadurch sind die umfangreich zur Verfügung gestellten Daten nur schwer zu vergleichen.

Als dritter Punkt sind öffentliche Register von großer Bedeutung. Dabei seien das ESMA Register von Wertpapierfirmen (insbesondere systematischer Internalisierer) und Handelsplätzen, sowie das Financial Instruments Reference Data System der ESMA hervorgehoben. Insbesondere das FIRDS hat sich als ein zentraler Baustein des Transparenzregimes herausgestellt, da dort die entsprechenden Instrumente ersichtlich sind und festgestellt werden kann, ob einzelne Instrumente an einem Handelsplatz gehandelt werden oder nicht.

Vierter Punkt sind die vorgeschriebenen Prozesse zur Evaluierung des Status als systematischer Internalisierer. Die Quantifizierung der Schwellwerte war ein zentraler Schritt, der das Konzept des systematischen Inter-

¹⁸¹ *McDowell*, EC agrees to apply tick size regime to SIs, but with an amendment, <<https://www.thetradenews.com/ec-agrees-apply-tick-size-regime-sis-amendment/>> (25.5.2020).

¹⁸² *ESMA*, Opinion Amendments to Commission Delegated Regulation (EU) 2017/587 (RTS 1), ESMA70-156-769 vom 20.9.2018, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-275_cp_on_revised_rts_1.pdf> (25.5.2020).

¹⁸³ Verordnung (EU) 2019/2033 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr 1093/2010, (EU) Nr 575/2013, (EU) Nr 600/2014 und (EU) Nr 806/2014, ABL L314/1.

¹⁸⁴ *ESMA*, Public Statement – Actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU financial markets regarding the new tick size regime for systematic internalisers, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2486_public_statement_tick_sizes.pdf> (25.5.2020).

nalisiert erst zu der gewünschten Relevanz verhilft. Zu Beginn gab es zwar Schwierigkeiten hinsichtlich der von der ESMA veröffentlichten Zahlen als Grundlage für die Berechnung, diese Datenbasis hat sich aber mittlerweile signifikant verbessert. Offen bleibt jedoch, wie sich die Datensituation hinsichtlich der noch zu veröffentlichenden Zahlen in Bezug auf Derivate gestalten wird. Aufgrund der hohen Komplexität der Klassifizierung von Derivaten, sind auch hier Probleme zu befürchten. Zum Themenkreis der Klassifizierung von Finanzinstrumenten ist auch der Trigger Mechanismus zu zählen, der in der jetzigen Regelung für Schwierigkeiten und Unverständnis am Markt sorgt. Das Konzept für Eigenkapitalinstrumente auf Einzelinstrumente abzustellen und am anderen Ende des Spektrums ganze Klassen von Finanzinstrumenten pauschal zu beurteilen, wie es für verbrieft Derivate der Fall ist, zeugt von einer gewissen Unausgewogenheit. Letzten Endes legen die getroffenen Definitionen und quantifizierten Schwellwerte aber die Basis, um dem Konzept des systematischen Internalisierers in der Praxis zur Relevanz zu verhelfen.

Beim zweiten eingangs genannten Aspekt, dem level playing field, war eines der Ziele den Markt dahingehend zu erweitern, dass mehr systematische Internalisierer als Ausführungsplatz zur Verfügung stehen. Gleichzeitig zielen die Bestimmungen auch darauf ab, den systematischen Internalisierer hinsichtlich der Rechte und Pflichten näher an einen Handelsplatz zu bringen. Insofern stellt sich die Frage, wie sehr die Balance bzw die Ausgewogenheit zwischen systematischen Internalisierern und Handelsplatz andererseits gelungen ist. Auf Seiten der Handelsplätze sind hier sicherlich insbesondere OTFs und MTFs zu betrachten, die diese dem systematischen Internalisierer konzeptuell näher sind.

Exakt diese Frage, wie sehr es gelungen ist faire und sinnvolle Wettbewerbsbedingungen in diesem Spannungsfeld zu schaffen, hat die Europäische Kommission im Rahmen des MiFID II/MiFIR Review Prozesses adressiert. So wird folgende Frage im consultation document aufgeworfen: »Do you believe that MiFID II/MiFIR has levelled the playing field between different categories of execution venues such as, in particular, trading venues and investment firms operating as systematic internalisers?«.¹⁸⁵

Die Konsultation lief bis 18. Mai 2020 und daher sind noch keine offiziellen Erkenntnisse daraus bekannt. Allerdings haben einige Marktteilnehmer und Organisationen ihre Antworten öffentlich gemacht. Daraus lässt

sich ein Trend zu einer negativen Einschätzung ableiten. Allerdings fallen diese Antworten aufgrund unterschiedlicher Gründe negativ aus und orientieren sich oftmals an der Interessenslage des Unternehmens oder der Organisation. Da die Antworten von sehr diversen Unternehmen, Interessensvertretungen und Behörden kommen, die mitunter auch unterschiedliche Stakeholder vertreten (zB: Niederländisches Finanzministerium, European Association of Co-operative Banks, ISDA, ICMA, usw) lassen sich trotzdem valide gemeinsame Kritikpunkte finden. Seitens der Wertpapierfirmen wird oftmals die Kritik laut, dass die Verpflichtung zum Handeln auf bereitgestellte Kursofferten eingeschränkt werden soll. Darüber hinaus wird bemängelt, dass systematische Internalisierer im Rahmen der Transparenzvorschriften ihre Identität preisgeben müssen. Handelsplätze andererseits kritisieren insbesondere, dass die Pflichten für geregelte Märkte, MTFs und OTFs umfangreicher seien als jene von systematischen Internalisierern. Dahingehend führen sie primär die Aufzeichnungspflicht für Handelsplätze ins Treffen. Dabei sind diese dazu verpflichtet, Daten mit jeder Order zu sammeln. Dazu zählt beispielsweise der hinter dem Marktplatzteilnehmer stehende Kunde. Es wird argumentiert, dass insbesondere Marktteilnehmer aus Drittländern diese sensiblen Daten nicht preisgeben wollen und daraus ein Nachteil für Handelsplätze entsteht.

Parallel dazu läuft bis 14. Juni 2020 auch eine Konsultation der ESMA zum Thema des Transparenzregimes für Nichteigenkapitalinstrumente,¹⁸⁶ deren Antworten sicherlich auch einen Einblick auf die Sicht der Marktteilnehmer bringen werden. Darüber hinaus darf man auf den entsprechenden Report der ESMA, der für Juli geplant ist, gespannt sein.

Abschließend bleibt zu sagen, dass es mit den neuen Regelungen zur systematischen Internalisierung wohl gelungen ist ein Fundament zu schaffen, dass die beiden eingangs genannten Punkte – Stärkung der Transparenz und Schaffung eines fairen Wettbewerbs – stützt. Allerdings muss gleichzeitig festgestellt werden, dass die Umsetzung kein Erfolg auf voller Linie ist. Hinsichtlich einiger Bestimmungen besteht noch Nachbesserungsbedarf. Dieser ist wohl der Komplexität der Regelungen geschuldet, die zu Unklarheiten, Ungenauigkeiten und teilweise nicht ausreichend zielgerichteten Bestimmungen geführt haben.

Im Rahmen des laufenden Reviews der Europäischen Kommission und der Konsultation der ESMA wurde der

185 *European Commission*, Public consultation on the review of the MiFID II/MiFIR regulatory framework, <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2020-mifid-2-mifir-review-consultation-document_en.pdf> (27.5.2020).

186 *ESMA*, Consultation Paper – MiFID II/MiFIR review report on the transparency regime for non-equity instruments and the trading obligation for derivatives, ESMA70-156-2189 vom 10. März 2020, <https://www.esma.europa.eu/sites/-/default/files/library/esma70-156-2189_cp_review_report_transparency_non-equity_tod.pdf> (27.5.2020).

entsprechende Prozess gestartet und es bleibt zu hoffen, dass die Behörden die Möglichkeit nutzen und die teilweise berechtigte Kritik annehmen und entsprechende Maßnahmen treffen werden. Aus einer möglichst neutralen Sichtweise auf den Markt sind es wohl die Bedingungen, unter welchen ein Instrument als an einem Handelsplatz gehandelt gilt, sowie der Trigger Mechanismus, die klargestellt werden sollten. Diese gegebenenfalls avisierten Änderungen sollten mit Bedacht und Sorgfalt angegangen werden, um neuerliche Probleme bei der Anwendung der Bestimmungen zu verhindern.

VI. Abkürzungsverzeichnis

ANNA	Association of National Numbering Agencies
ATX	Austrian Traded Index
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
CER	Certified Emission Reductions (Zertifizierte Emissionsreduktionen)
DelVO	Delegierte Verordnung
DSB	Derivatives Service Bureau
ERU	Emissionsreduktionseinheiten
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETC	Exchange Traded Commodity (börsengehandelte Waren)
ETF	Exchange Traded Fund (börsengehandelte Fonds)
ETN	Exchange Traded Note (börsengehandelte Schuldverschreibungen)
EUA	European Union Allowances (EU-Zertifikate)
EUAA	European Union Aviation Allowances (EU-Luftfahrtzertifikate)
FMA	Österreichische Finanzmarktaufsicht
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
ISIN	International Securities Identification Number
ISO	International Organization for Standardization
MAD	Market Abuse Directive
MAR	Market Abuse Regulation
MiFID I	Market in Financial Instruments Directive I
MiFID II	Market in Financial Instruments Directive II
MiFIR	Market in Financial Instruments Regulation
MTF	Multilateral Trading Facility
OTC	Over the Counter
OTF	Organized Trading Facility
Q&A	Questions & Answers
RL	Richtlinie
RTS	Regulatory Technical Standard
sic	Sic erratum scriptum
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
UGB	Unternehmensgesetzbuch
VO	Verordnung
WAG	Wertpapieraufsichtsgesetz
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

Korrespondenz:
David Haberfellner,
Glasergergasse 6/11,
1090 Wien
Mail: david.haberfellner@gmail.com

▸ Quellenverzeichnis

VII. Quellenverzeichnis

A. Literaturverzeichnis

- BaFin*, Formular zur Aufnahme/Aufgabe der Tätigkeit als Systematischer Internalisierer (SI), <<https://www.fma-li.li/files/ba/formular-zur-aufnahme-aufgabe-der-taetigkeit-als-systematischer-internalisierer.pdf>> (27.5.2020)
- Bialluch*, Systematische Internalisierung de lege lata, WM 2015, 2030
- Brooks Callaghan*, MiFID II implementation: the Systematic Internaliser regime, ICMA Secondary Markets 2017, 45
- Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht⁹ (2017)
- Delgado/Dreyer*, On Venue Trading und die Zukunft des OTC-Handels nach MiFID II, in Temporale (Hrsg), Europäische Finanzmarktregulierung Handbuch zu EMIR, MiFID II/MiFIR, PRIIPs, MAD/MAR, OTC-Derivaten und Hochfrequenzhandel (2015), 39
- Deutsche Kreditwirtschaft*, Stellungnahme zum Referentenentwurf für ein Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte (2. Finanzmarktnovellierungsgesetz) vom 30. September 2016, <https://bankenverband.de/media/files/Stellungnahme_DK_FimanoG_RefE.pdf> (25.5.2020)
- Gapp/Gfall*, Transparenzpflichten nach MiFID, ecolex 2007, 228
- Gebauer* in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), Wertpapierhandelsrecht – Kommentar⁷ (2019)
- Gomber/Hirschberg*, Ende oder Stärkung der konventionellen Börsen? Die Umsetzung der MiFID in Deutschland, AG 2006, 777
- Gomber/Nassauer*, Neuordnung der Finanzmärkte in Europa durch MiFID II/MiFIR, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2014, 26
- Happel/Süss*, MiFID II – eine neue Handelslandschaft entsteht, in Teuber/Schröer (Hrsg), MiFID II/MiFIR Umsetzung in der Bankpraxis (2015)
- Hoops*, Das neue Regime für die systematische Internalisierung nach MiFID II: Auswirkungen auf den deutschen Zertifikatehandel, WM 2017, 319
- Höppner/Zeitz*, Meldepflichten und Referenzdaten für Geschäfte in Finanzinstrumenten, in Wohlschlägl-Aschberger (Hrsg), MiFID II – Recht, Praxis, Perspektiven (2018)
- Kumpan/Müller-Lankow*, Ein-Market-Maker-Systeme in der neuen Kapitalmarktregulierung – Abgrenzung zwischen multilateralen und bilateralen Systemen, WM 2017, 1777
- Lucantoni*, Trading Equity Financial Instruments under MiFID II and MiFIR, Journal of International Banking Law and Regulation 2016, 203
- Mutschler*, Internalisierung der Auftragsausführung im Wertpapierhandel (2007)
- Ostermann/Sickermann*, Handelspflicht für Derivate auf multilateralen Handelsplattformen gemäß MiFID – aktuelle Arbeiten der ESMA, RdF 2017, 100
- Österreichische Finanzmarktaufsicht*, Stellungnahme der FMA zum Begutachtungsentwurf für ein Bundesgesetz, mit dem das Börsegesetz 2018 und das Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 erlassen, das Börsegesetz 1989 und das Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 aufgehoben und diverse Bundesgesetze geän-

dert werden (Umsetzung MiFIDII), <https://www.parlament.gv.at/PAKT/VHG/XXV/SNME/SNME_10393/imfname_629896.pdf> (25.5.2020)

- Schelling*, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II und MiFIR, BKR 2015, 221
- Schlüter*, Internalisierungssysteme im Wertpapierhandel und Börsenrecht, Schriftenreihe des Bundesverbandes der Börsenmakler und Wertpapierhäuser 2004
- Schrewe*, Die systematische Internalisierung in Nichteigenkapitalinstrumenten nach MiFID II/MiFIR (2019)
- Seggermann* in Brandl/Saria (Hrsg), Wertpapieraufsichtsgesetz 2018² (2018)
- Seifert*, Systematische Internalisierung, in Teuber/Schröer (Hrsg), MiFID II/MiFIR Umsetzung in der Bankpraxis (2015)
- Sindelar*, Quo vadis MiFID II – Welche Neuerungen und Herausforderungen bringt die neue Finanzmarkttrichtlinie?, ÖBA 2014, 478
- Theissen*, Internalisierung und Marktqualität: Was bringt Xetra Best? (2002) 3
- Wilkes*, Dealers sour on Mifid's systematic internaliser label, Risk 2018
- Wohlschlägl-Aschberger*, MiFID II – Recht, Praxis, Perspektiven (2018)
- Wolfbauer*, Delegierte Verordnung der Kommission betreffend systematische Internalisierer, ZFR 2017, 466

B. Rechtsquellen

1. Level I

- Verordnung (EU) Nr 236/2012* des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABL L 86/1
- 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, ABL L 173/1
- Verordnung (EU) Nr 600/2014* des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr 648/2012, ABL L 173/84
- Verordnung (EU) 2019/2033* des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr 1093/2010, (EU) Nr 575/2013, (EU) Nr 600/2014 und (EU) Nr 806/2014, ABL L 314/1
- Richtlinie 2004/39/EG* des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABL L 145/1
- Richtlinie 2014/57/EU* des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABL L 173/179

Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl L 173/349

Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl L 2004/145 *Richtlinie 2014/65/EU* des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl L 173/349

2. Level II

Delegierte Verordnung (EU) 2017/443 der Kommission vom 13. Februar 2019 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/588 im Hinblick auf die Möglichkeit, die durchschnittliche tägliche Anzahl der Geschäfte mit einer Aktie anzupassen, wenn der größte Umsatz mit dieser Aktie an einem Handelsplatz außerhalb der Union erzielt wird, ABl L 77/59

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, ABl L 87/1

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, ABl L 87/90

Delegierte Verordnung (EU) 2017/571 der Kommission vom 2. Juni 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Zulassung, die organisatorischen Anforderungen und die Veröffentlichung von Geschäften für Datenbereitstellungsdienste, ABl L 87/126

Delegierte Verordnung (EU) 2017/575 der Kommission vom 8. Juni 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente durch technische Regulierungsstandards bezüglich der Daten, die Ausführungsplätze zur Qualität der Ausführung von Geschäften veröffentlichen müssen, ABl L 87/152

Delegierte Verordnung (EU) 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, ABl L 87/229

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 in Bezug auf die von der ESMA und den zuständigen Behörden zu treffenden Vorkehrungen, ABl L 87/368

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, ABl L 87/387

Delegierte Verordnung (EU) 2017/588 der Kommission vom 14. Juli 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für das Tick-Größen-System für Aktien, Aktienzertifikate und börsengehandelte Fonds, ABl L 87/411

Delegierte Verordnung (EU) 2017/2294 der Kommission vom 28. August 2017 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 durch Präzisierung der Begriffsbestimmung des systematischen Internalisierers für die Zwecke der Richtlinie 2014/65/EU, ABl L 329/4

3. Level III, CPs, DPs, Reports, Opinions

ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR market structures topics, ESMA70-872942901-38 vom 5. 12. 2019, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf> (25. 5. 2020)

ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR transparency topics, ESMA70-872942901-35 vom 5. 12. 2019, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35_qas_transparency_issues.pdf> (25. 5. 2020)

ESMA, Questions and Answers on MiFIR data reporting, ESMA70-1861941480-56 vom 6. 12. 2019, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-1861941480-56_qas_mifir_data_reporting.pdf> (25. 5. 2020)

ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, ESMA35-43-349 vom 18. 2. 2020, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf> (25. 5. 2020)

ESMA, Final Report – ESMA’s Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, ESMA/2014/1569 vom 19. 12. 2004, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf> (25. 5. 2020)

ESMA, MiFID II: ESMA publishes data for the systematic internaliser calculations for equity, equity-like instruments and bonds, <<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-publishes-data-systematic-internaliser-calculations-equity-equity>> (25. 5. 2020)

ESMA, Discussion Paper – MiFID II/MiFIR, ESMA/2014/548 vom 22. 5. 2014, 100, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-548_discussion_paper_mifid-mifir.pdf> (25. 5. 2020)

ESMA, Public Statement – Impact of Brexit on the trading obligation for shares (Article 23 of MiFIR), <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-7329_public

statement_trading_obligation_shares.pdf> (25.5.2020)

ESMA, Public Statement Impact of Brexit on the trading obligation for shares (Article 23 of MiFIR), <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-7329_public_statement_trading_obligation_shares.pdf> (25.5.2020)

ESMA, Press Release – ESMA consults on tick size regime, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/pr_esma71-99-1005_esma_consults_on_tick_size_regime.pdf> (25.5.2020)

ESMA, Final Report Amendment to Commission Delegated Regulation (EU) 2017/588 (RTS 11), ESMA70-156-834 vom 12.12.2008, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-834_final_report_on_the_proposed_amendments_to_rts_11.pdf> (25.5.2020)

ESMA, Consultation Paper Amendments to Commission Delegated Regulation (EU) 2017/587 (RTS 1), ESMA70-156-275 vom 9.11.2017, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-275_cp_on_revised_rts_1.pdf> (25.5.2020)

ESMA, Opinion Amendments to Commission Delegated Regulation (EU) 2017/587 (RTS 1), ESMA70-156-769 vom 20.9.2018, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-275_cp_on_revised_rts_1.pdf> (25.5.2020)

ESMA, Public Statement – Actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU financial markets regarding the new tick size regime for systematic internalisers, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2486_public_statement_tick_sizes.pdf> (25.5.2020)

ESMA, Consultation Paper – MiFID II/MiFIR review report on the transparency regime for non-equity instruments and the trading obligation for derivatives, ESMA70-156-2189 vom 10. März 2020, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2189_cp_review_report_transparency_non-equity_tod.pdf> (27.5.2020)

ESMA Stakeholder Group, Advice to ESMA – Transparency and trading obligations (equities) aspects of the Consultation Paper and Discussion Paper on MiFID II/MiFIR, Rz 50, <<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-smsg-037.pdf>> (25.5.2020)

4. Nationale Rechtsakte

Bundesgesetz über besondere zivilrechtliche Vorschriften für Unternehmen (Unternehmensgesetzbuch – UGB), dRGBL. S 219/1897 idF BGBl. I 63/2019

Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 (WAG 2018), BGBl. I 107/2017 idF I 104/2019

Bundesgesetz über die Wertpapier- und allgemeinen Warenbörsen 2018 (Börsegesetz 2018 – BörseG 2018), BGBl. I 107/2017 idF I 20/2020

Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG), BGBl. I S. 2708 idF BGBl. I S. 543

C. Online Quellenverzeichnis

BaFin, Organised Trading Facilities (OTF), Organisierte Handelssysteme, <https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Veranstaltung/dl_170216_Workshop_MiFIDII_MiFIR_OTF.pdf?__blob=publicationFile&v=4> (27.5.2020)

Cant/Green/Johnston/Perry, MiFID II/MiFIR: share trading obligation, <<https://www.ashurst.com/en/news-and-insights/legal-updates/trading-obligations/>> (25.5.2020)

Derivatives Service Bureau, ANNA – DSB, <<https://www.annadsb.com/>> (25.5.2020)

ESMA, Financial Instruments Reference Data System, <https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_firds> (25.5.2020)

European Commission, Public consultation on the review of the MiFID II/MiFIR regulatory framework, <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2020-mifid-2-mifir-review-consultation-document_en.pdf> (27.5.2020)

International Swaps and Derivatives Association, Derivatives Symbology – MiFID II Regulatory Report, 18 <<https://www.isda.org/a/AziDE/isda-symbology-regulatory-wg-mifidii-report-v1-2-public.pdf>> (25.5.2020)

ISO 20022 – Registration Authority, ISO 10383 – Market Identifier Codes (MIC) Registration Procedures, <https://www.iso20022.org/sites/default/files/documents/D7/MIC_Registration_Procedures.pdf> (25.5.2020)

Kentouris, OTC Derivatives Players: The ISIN Engine Emerges (Updated), <<https://finopsinfo.com/technology/infrastructure/otc-derivatives-players-the-isin-engine-emerges/>> (25.5.2020)

Khawaja, MIFID II – Why ISINs for OTC Derivatives are Bad for Transparency, <<https://www.clarusft.com/mifid-ii-why-isins-for-otc-derivatives-are-bad-for-transparency/>> (25.5.2020)

McDowell, ESMA moves forward with SI tick size regime amendment, <<https://www.thetradenews.com/esma-moves-forward-si-tick-size-regime-amendment/>> (25.5.2020)

McDowell, EC agrees to apply tick size regime to SIs, but with an amendment, <<https://www.thetradenews.com/ec-agrees-apply-tick-size-regime-sis-amendment/>> (25.5.2020)

Meljnik, Systematische Internalisierung: Eckpunkte des neuen Aufsichtsregimes nach MiFID II/MiFIR <https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa_bj_1704_Internalisierung.html> (30.9.2019)

D. Abbildungsverzeichnis

- 1 Entscheidungsbaum für die Erhebung des Status als systematischer Internalisierer

E. Tabellenverzeichnis

- 1 Schwellwerte der Kriterien je Finanzinstrumentenklasse