

Institut für deutsches und internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens

an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz

Center for German and international Law of Financial Services

Direktoren: Univ.-Prof. Dr. Mathias Habersack,
Univ.-Prof. Dr. Peter O. Mülbert, Univ.-Prof. Dr. Uwe H. Schneider

Die neuen Transparenzregeln im Vorschlag einer Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte - insbesondere die Pre-Trade-Transparenzpflicht von systematischen Internalisierern

PETER O. MÜLBERT

Arbeitspapiere 2003

Anschrift: Institut für internationales Kreditrecht, Universität Mainz, 55099 Mainz
Sitz: Wallstraße 11, 55122 Mainz
Tel.: 06131 / 39 31709
Fax: 06131 / 39 31718
Internet: www.institut-kreditrecht.de

**Die neuen Transparenzregeln im Vorschlag einer Richtlinie über
Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte
- insbesondere die Pre-Trade-Transparenzpflicht von systematischen Internalisierern***

Inhaltsverzeichnis

I. Einleitung.....	3
II. Das Transparenzregime im Überblick.....	5
1. Die Pflicht zur Pre-Trade-Transparenz.....	5
a. Die Verpflichtung eines Internalisierers zur Abgabe bindender Angebote.....	5
(1) Die Regel.....	5
(2) Die Verankerung in Art. 25 (Parlament) bzw. Art. 27 (Rat).....	6
b. Differenzierte Pre-Trade-Transparenzpflichten für geregelte Märkte/multilaterale Handelssysteme und für systematische Internalisierer.....	8
2. Einheitliche Post-Trade-Transparenzpflichten.....	9
III. Die konzeptionelle Grundlage des Transparenzregimes.....	9
1. Die Begründung der Kommission.....	10
2. Stellungnahme.....	11
IV. Die Pflicht zur Pre-Trade-Transparenz von systematischen Internalisierern: ausgewählte Einzelfragen.....	12
1. Anwendungsbereich.....	12
a. Personaler Anwendungsbereich.....	13
(1) Internalisierung.....	13
(2) Durchführung von Kundenordern ohne Einbeziehung vom Kunden initiiertes Festpreisgeschäft.....	14
(3) Systematisches Handeln.....	15
(4) Marktplatzexterne Orderausführung.....	15
(a) Die praktische Relevanz der Abgrenzung.....	16
(b) Ausführung jenseits der Regeln oder/und technischen Systeme des Marktplatzes.....	17
(c) Regeln oder Systeme (Parlament) v. Regeln und Systeme (Rat).....	18
(d) Regeln oder/unter technische Systeme zur bilateralen Orderausführung als Bestandteil eines Marktplatzes.....	18
(e) Richtlinienkonformität als Mindestanforderung an marktplatzinterne Internalisierungssysteme.....	19
(f) Zwischenergebnis.....	19

* Vortrag auf der Tagung „Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiere in Europa“ der Europäischen Vereinigung für Bank- und Finanzrecht (AEDBF) am 21.11.2003 in Frankfurt. Das überarbeitete Manuskript wurde erweitert und um punktuelle Nachweise ergänzt.

b. Sachlicher Anwendungsbereich.....	20
(1) An einem geregelten Markt in der EU zugelassene Aktien.....	20
(2) Liquide und illiquide Aktien.....	21
(3) Keine Selbstbeschränkung auf reinen Eigenhandel in der Aktie.....	21
2. Rechtsfolgen	21
a. Die Pflicht zur Stellung bindender Kursofferten	22
(1) Ankaufs- und/oder (?) Verkaufskurse	22
(2) Das zu quotierende Ordervolumen	22
(3) Gespaltene Quoten.....	24
b. Die Pflicht zur Veröffentlichung der verbindlichen Kursofferten.....	24
(1) Die Grundregel	24
(2) Keine Veröffentlichung verbindlicher Kursofferten in illiquiden Aktien	25
(3) Mindestanforderungen an die drei Veröffentlichungskanäle.....	25
c. Beschränkungen des Zugangs zu verbindlichen Kursofferten.....	26
(1) Prinzipielle Zulässigkeit von Zugangsbeschränkungen.....	26
(2) Zulässige Kriterien einer Zugangsbeschränkung.....	27
(3) Das Veröffentlichungsverfahren zur Durchführung einer Zugangsbeschränkung	27
d. Rücknahme von veröffentlichten Kursofferten	28
e. Preisverbesserung bei der Ausführung von Kundenordern	29
V. Schlußbemerkungen	30
Anhang	31

I. Einleitung

Die neuen Transparenzregeln bilden ein Kernstück der geplanten Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte. Sie erfassen geregelte Märkte und multilaterale Handelssysteme sowie bestimmte Wertpapierhäuser und überziehen so die europäischen Finanzmärkte mit einem Transparenzregime, das eine weitreichende Pre-Trade-Transparenz mit einer umfassenden Offenlegung von durchgeführten Wertpapiergeschäften kombiniert. Hinsichtlich der marktexternen Ausführung von Kundenaufträgen, also der sogenannten Internalisierung, ist die Regelung zur Pre-Trade-Transparenz darüber hinaus auf Marktöffnung angelegt. Wertpapierhäuser, die Kundenordern systematisch gegen den eigenen Handelsbestand und außerhalb eines geregelten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems abwickeln, müssen verbindliche Kurse offenlegen und - jedenfalls im Grundsatz - mit ihren Kunden zu den offengelegten Kursofferten handeln.

Diese Verpflichtung von Internalisierern zur Pre-Trade-Transparenz markiert den verbleibenden Hauptstreitpunkt in der gegenwärtigen Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie¹. Schon die EU-Kommission sah sich in der Schlußphase ihrer Arbeiten am neuen Richtlinienvorschlag zu einem Sinneswandel veranlaßt. Seinen Niederschlag fand er in Art. 25 ihres Richtlinienvorschlags². Danach unterliegt jedes Wertpapierhaus, das auf eigene Rechnung handelt, der Pflicht zur Pre-Trade-Transparenz. Diese Regelung war in den Kreisen der Marktteilnehmer zunächst derart umstritten, daß etwa der Zentrale Kreditausschuß der deutschen Kreditwirtschaft (ZKA) in seiner Stellungnahme vom 17.1.2003 zu Art. 25 des Kommissionsvorschlags zu keiner gemeinsamen Position fand. Gleichwohl haben in der Zwischenzeit sowohl das Europäische Parlament in seiner ersten Lesung als auch der Europäische Rat der Finanzminister (ECOFIN) das von der Kommission vorgeschlagene Transparenzregime unter Einschluß der Pre-Trade-Transparenz im Grundsatz gebilligt. Die Betonung liegt freilich auf der Einschränkung „im Grundsatz“. Art. 25 in der Fassung der Stellungnahme des Europäischen Parlaments³ und Art. 27 in der Fassung des – ohnehin nur mit knapper Mehr-

¹ Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl Nr. L 141 vom 11.6.1993, S. 27.

² Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte und zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19.11.2002, ABl Nr. C 71 E, 25.3.2003, S. 62; auch abgedruckt in ZBB 2002, 518 ff. S. dazu Linden, Die Europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, Institute for Law and Finance, Working Paper No. 6, 2003; Balzer, ZBB 2003, 177 ff. (ausführlicher Überblick).

³ Position of the European Parliament adopted at first reading on 25 September 2003 with a view to the adoption of European Parliament and Council Directive 2003/.../EC on investment services and regulated markets, and amending Council Directives 85/611/EEC and 93/56/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC, PE 336.408.

heit verabschiedeten - Gemeinsamen Standpunktes des Rates⁴ weichen nicht nur vom Kommissionsvorschlag erheblich ab, sondern divergieren auch untereinander in zentralen Einzelpunkten. Sportlich gesprochen steht es aus Sicht der gegensätzlich interessierten Marktteilnehmer momentan wohl Unentschieden.

Vieles spricht gleichwohl dafür, daß eine zukünftige Neufassung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ein umfassendes Transparenzregime unter Einschluß einer Form der Pre-Trade-Transparenz auch für Wertpapierhäuser vorsehen wird. Eingehende Überlegungen zum ökonomischen Für und Wider dieses Transparenzansatzes erscheinen daher an dieser Stelle nicht veranlaßt.⁵ Hingewiesen sei vorab lediglich auf zwei Punkte: Die in der Zwischenzeit vorliegenden Untersuchungen zur zentralen Frage, wie sich die Internalisierung auf den Spread zwischen Geld- und Briefkursen und damit auf die Qualität der Preisbildung auswirkt, gelangen zu durchaus uneinheitlichen Ergebnissen; die von der Kommission in ihrer Begründung zum Richtlinienentwurf⁶ angeführte Studie der London School of Economics (LSE) zu den positiven Auswirkung einer breitflächigen Internalisierung hat von Seiten anderer Ökonomen nachhaltigen Widerspruch erfahren. Zudem ist das von der Kommission auf den Weg gebrachte weitreichende Transparenzregime hinsichtlich der Pre-Trade-Transparenz von Internalisierern international ohne Vorbild.⁷ Das galt schon für die Pre-Trade-Transparenzregelung in der Form, wie sie die Kommission vorgeschlagen hat, und das gilt erst recht für ihre Weiterentwicklung durch den Rat und auch das Parlament. Im folgenden Überblick über das Transparenzregime in seiner Ausformung durch den Rat respektive das Parlament tritt diese Besonderheit deutlich hervor.

⁴ Common Position adopted by the Council with a view to the adoption of a Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments, amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, 13421/03.

⁵ S. aber noch unten III.2.

⁶ S. Begründung Vorschlag für eine Richtlinie (Fn. 2), S. 68.

⁷ Für einen kursorischen Überblick über die Pre-Trade-Transparenzregeln in verschiedenen Finanzmärkten s. die Länderberichte in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, 1997, unter dem Stichwort „Transparenz“.

II. Das Transparenzregime im Überblick

1. Die Pflicht zur Pre-Trade-Transparenz

a. Die Verpflichtung eines Internalisierers zur Abgabe bindender Angebote

(1) Die Regel

Ausgangspunkt der Pflicht zur Pre-Trade-Transparenz ist eine Regelungskomponente, die der Begriff Transparenz nur ganz unvollkommen zum Ausdruck bringt. Ein Wertpapierhaus, das systematische Internalisierung betreibt, wird mit dieser Regelung dazu verpflichtet, gegenüber den Marktteilnehmern verbindliche Kurse zu stellen sowie darüber hinaus – und dies ist entscheidend – bindende Angebote über den Abschluß von Transaktionen zu den genannten verbindlichen Kursen abzugeben. Bei den verbindlichen Kursen handelt es sich in den Kategorien der juristischen Rechtsgeschäftslehre also nicht lediglich um eine bloße invitatio ad offerendum des verpflichteten Wertpapierhauses. Vielmehr erzwingt das Gesetz die Abgabe bindender Kauf- respektive Verkaufangebote ad incertas personas.

In einzelnen hat das bindende Angebot eines systematischen Internalisierers einen zweifachen Inhalt: Zum einen bietet er an, Kundenordern bei interner Ausführung – sei es in Umsetzung seiner best execution policy oder aufgrund einer ausdrücklichen Weisung des Kunden – zu den genannten verbindlichen Kursen durchzuführen; zum anderen bietet er alternativ die Eingehung eines Festpreisgeschäfts mit dem Kunden zu den genannten verbindlichen Kursen an.

Die Konsequenz dieser Pflichtquotierung wird vielfach mit dem Stichwort „Marktöffnung“ umschrieben. In der Sache geht es jedoch um mehr. Schon für Art. 25 in der Fassung des Kommissionsvorschlags wurde von einem Kontrahierungszwang für Internalisierer gesprochen.⁸ Jedenfalls für Art. 25 in der Version des Parlaments bzw. Art. 27 in der Version des Rates bringt dieser Begriff die Wirkung der vorgesehenen Pre-Trade-Transparenzpflicht in der Tat zutreffend auf den Punkt. Im praktischen Ergebnis bedeutet diese Regelung letztlich sogar, daß systematische Internalisierer kraft Gesetzes ein diskriminierungsfrei zugängli-

⁸ S. Linden (Fn. 2), S. 11.

ches bilaterales Handelssystem in Form eines Kontrahentensystems mit bindender Angebotsstellung zu etablieren und zu betreiben haben.⁹

(2) Die Verankerung in Art. 25 (Parlament) bzw. Art. 27 (Rat)

Der Wortlaut des Art. 25 (Parlament) bzw. Art. 27 (Rat) läßt diese weitreichende Rechtsfolge auf den ersten Blick allerdings nicht erkennen. Abs. 1 verlangt zwar in den drei Fassungen von Kommission, Parlament und Rat übereinstimmend die Stellung verbindlicher Kurse („firm quotes“). Aber für sich genommen könnte dieses Erfordernis auch nur zur Folge haben, daß ein systematischer Internalisierer eine Kundenorder zu diesem Kurs auszuführen hat, sofern er denn den Kundenauftrag überhaupt annimmt. Ganz in diesem Sinne heißt es in Art. 25 Abs. 1 Unterabs. 2 der Kommissions- und der Parlamentsfassung, daß das verpflichtete Wertpapierhaus mit seinen Kunden auf der Basis dieser verbindlichen Kursofferten handelt. Daß Art. 25 (Parlament) bzw. Art. 27 (Rat) gleichwohl systematische Internalisierer weitergehend auch dazu verpflichtet, für ihre Person bereits bindende Angebote abzugeben, erschließt sich aber, wenn man die jeweiligen Detailregelungen dieser Vorschriften in einer systematischen Gesamtschau betrachtet.

Bei einer solchen Gesamtschau des Art. 27 in der Version des Rates tritt die Abschlußpflicht des systematischen Internalisierers klar zu Tage. Besonders aufschlußreich ist dabei Abs. 4. Danach dürfen systematische Internalisierer zur Begrenzung des Risikos, das aus mehrfachen Transaktionen mit demselben Kunden resultiert, die Anzahl der Transaktionen mit einem einzelnen Kunden begrenzen, zu deren Durchführung sie sich auf der Grundlage der veröffentlichten Kurse verpflichten¹⁰. In diese Richtung weist ferner Abs. 3, wonach Internalisierer die Geschäftsverbindung mit einem Kunden auch aufgrund von dessen Kreditwürdigkeitsstatus beenden dürfen. Beide Regelungen wären ganz überflüssig, wenn es dem Internalisierer ohnehin frei stünde, ob er den Auftrag eines Kunden annimmt oder nicht.

Weniger offenkundig liegt die Dinge für Art. 25 in der Version des Parlaments. Einerseits entfernt sich diese Fassung vom ursprünglichen Vorschlag der Kommission sehr viel weniger weitgehend, als dies bei der Fassung des Rates der Fall ist. Die Kommission wiederum scheint ihren Vorschlag des Art. 25 nicht dahin verstanden zu haben, daß er einen Kontra-

⁹ Unpräzise wäre es, von einem Kontrahentensystem mit market maker-Funktion des systematischen Internalisierers zu sprechen. Pflichtquotes eines market maker sind verbindlich, aber nicht auch bindend. S. die Definition des market maker in Art. 4 Abs. 1 Nr. 8 (Rat): „person ... being willing to deal“.

¹⁰ „systematic internalisers shall be allowed to limit in a non-discriminatory way the number of transactions from that same client which they undertake to enter at the published conditions“.

hierungszwang für Internalisierer begründet. In der Begründung zum Richtlinienvorschlag umschreibt die Kommission die Verpflichtung aus Art. 25 nämlich dahin, daß die Internalisierer „die Bedingungen, unter denen sie bereit sind, Transaktionen abzuschließen, offenzulegen“ haben.¹¹ Im Einklang damit statuiert Art. 25 Abs. 1 – und zwar sowohl in der Fassung der Kommission als auch der des Parlaments – lediglich eine Pflicht, verbindliche Quoten zu stellen (Unterabs. 1) und bei Abschlüssen mit ihren Kunden diese Kurse zugrundelegen (Unterabs. 2), ohne aber explizit eine Abschlußpflicht zu begründen.

Andererseits hat das Parlament den Kommissionsvorschlag um eine kompliziert formulierte Bestimmung des Inhalts ergänzt, daß systematische Internalisierer einen diskriminierungsfreien Zugang zu ihren verbindlichen Kursofferten zu gewähren haben: Für den Fall, daß ein systematischer Internalisierer nicht schon von der Möglichkeit Gebrauch macht, seine verbindlichen Kursofferten über die Einrichtungen eines geregelten Marktes oder eines alternativen Handelssystems verfügbar zu machen („to provide“)¹², darf er diskriminierungsfrei, nicht aber willkürlich darüber entscheiden, wen er als Kunden akzeptiert und mit wem er infolgedessen auf der Basis seiner verbindlichen Kursofferten handelt (Abs. 3 Unterabs. 3).¹³ Schon die Formulierung „providing their quotes“ indiziert, daß die Zugänglichmachung der Kursofferten nicht lediglich die Funktion hat, den Informationsstand der übrigen Marktteilnehmer durch Offenlegung („to make public“) verbindlicher Quotes zu verbessern. Vor allem aber macht diese Beschränkung des Entscheidungsspielraums eines systematischen Internalisierers überhaupt nur Sinn, wenn die Rechtsfolgen aus der Aufnahme in den Kundenkreis über die Pflicht des Internalisierers hinausgehen, bei der internen Ausführung einer Kundenorder die von ihm gestellten verbindlichen Kurse zugrunde zu legen. Denn diese Verpflichtung folgt schon aus Abs. 1 Unterabs. 2, wonach der Internalisierer mit seinen „systematic internalisation clients“ auf der Basis dieser Kurse zu handeln hat; führt ein systematischer Internalisierer eine Kundenorder intern aus, ist der Auftraggeber nämlich ohne weiteres ein „systematic internalisation client“ im Sinne dieser Regelung¹⁴. Will man den vom Parlament eingefügten Vorschrift über den diskriminierungsfreien Zugang zum Kundenkreis nicht jeden sinnvollen eigenständigen Regelungsgehalt absprechen, bleibt daher nur die Annahme, daß

¹¹ S. Begründung Vorschlag für eine Richtlinie (Fn. 2), S. 79. Damit übereinstimmend heißt es in der englischen Fassung, „dealers and broker-dealers are required to advertise the terms at which they are willing to conclude transactions“.

¹² Die deutsche Fassung spricht allerdings nur von „offen zu legen“ und die französische Fassung von „communiquer“.

¹³ Dazu noch unten IV.2.b.

¹⁴ Daher war im Rahmen der von Kommission verfolgten Konzeption eine Regelung über den diskriminierungsfreien Zugang in der Tat entbehrlich.

der Internalisierer auf der Grundlage seiner verbindlichen Kursofferten mit dem Kunden zu kontrahieren hat. Es wäre nämlich zutiefst widersprüchlich, wenn der Internalisierer zwar den diskriminierungsfreien Zugang zu seinem Kundenkreis eröffnen müßte, es aber gleichwohl in seinem Belieben stünde, ob er mit seinen Kunden auf der Basis seiner verbindlichen Kursofferten abschließt oder nicht.

Resümierend ist damit festzustellen, daß Art. 27 in der Version des Rates ebenso wie Art. 25 in der Version des Parlaments einen systematischen Internalisierer sowohl dazu verpflichten, verbindliche Kurse zu veröffentlichen, als auch, weitergehend, bindender Angebote unter Zugrundelegung der genannten verbindlichen Kurse abzugeben.

b. Differenzierte Pre-Trade-Transparenzpflichten für geregelte Märkte/multilaterale Handelssysteme und für systematische Internalisierer

Hinsichtlich der inhaltlichen Ausformung der Verpflichtung zur Pre-Trade-Transparenz, also der Pflicht zur Offenlegung der verbindlichen Geld- oder/und Briefkurse, stimmen Kommission, Parlament und Rat im Grundansatz durchaus überein: Danach gelten für geregelte Märkte und multilaterale Handelssysteme weitgehend übereinstimmende Bestimmungen¹⁵, wogegen die systematischen Internalisierer bzw., in der Version der Kommission, die auf eigene Rechnung handelnden Wertpapierhäuser den ganz eigenen Regeln des Art. 25 (Kommission/Rat) bzw. Art. 27 (Rat) unterliegen. Diese Pflichtenidentität im Falle von geregelten Märkten und multilateralen Handelssystemen ist Ausdruck deren funktionaler Äquivalenz, die schon die Kommission in ihrer Begründung des Richtlinienvorschlags zu Recht betont hat¹⁶; beide Systeme haben Marktplatzfunktion. Demgegenüber werden mit der Verpflichtung von Internalisierern, verbindliche Kurse zu veröffentlichen, zwei ganz unterschiedliche Funktionen untrennbar miteinander verknüpft: erstens die Etablierung und der Betrieb eines vom Informationspflichtigen getragenen bilateralen Handelssystems in Form eines Kontrahentensystems mit bindender Angebotsstellung, und zweitens die Preisinformation des Marktes. Folgerichtig divergiert die für Internalisierer geplante Regelung der Pre-Trade-Transparenz entscheidend von derjenigen für geregelte Märkte und multilaterale Handelssysteme.

¹⁵ Vgl. die Pre-Trade-Transparenzpflichten nach Art. 27 (Parlament) bzw. Art. 29 (Rat) im Falle multilateraler Handelssysteme mit den Pre-Trade-Transparenzpflichten von geregelten Märkten nach Art. 42 (Parlament) bzw. Art. 44 (Rat).

¹⁶ S. Begründung Vorschlag für eine Richtlinie (Fn. 2), S. 72, 75.

2. Einheitliche Post-Trade-Transparenzpflichten

Anders liegen die Dinge hinsichtlich der inhaltlichen Ausformung der Verpflichtung zur Post-Trade-Transparenz, also der Pflicht, unverzüglich den Kurs, das Volumen und den Zeitpunkt abgeschlossener Geschäfte zu veröffentlichen. Insoweit stimmen Kommission, Parlament und Rat sogar hinsichtlich der Details weithin überein. Das gilt zunächst für den Kreis der zu veröffentlichenden Transaktionen. Danach sind nicht nur alle Transaktionen offenzulegen, die mittels des Systems eines geregelten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems getätigt wurden,¹⁷ sondern auch über die außerhalb eines solchen Systems abgeschlossenen Transaktionen ist umfassend zu berichten: Nach Art. 26 (Parlament) bzw. Art. 28 (Rat) hat jedes Wertpapierhaus - also nicht nur ein systematischer Internalisierer - alle Transaktionen zu publizieren, die es auf eigene Rechnung oder auf Rechnung eines Kunden außerhalb eines geregelten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems abgeschlossen hat. Die inhaltlichen Anforderungen an die Post-Trade-Transparenz von geregelten Märkten geben dabei das Maß für die korrespondierenden Offenlegungspflichten derjenigen Wertpapierhäuser vor, die Träger eines multilateralen Handelssystems sind oder die einen Geschäftsabschluß außerhalb eines geregelten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems getätigt haben.

III. Die konzeptionelle Grundlage des Transparenzregimes

Die weitreichende Inpflichtnahme systematischer Internalisierer, die der Rat und auch das Parlament bei der Pre-Trade-Transparenz vorsehen, gibt Anlaß, vor einer Erörterung von Einzelproblemen zunächst noch den konzeptionellen Grundlagen des Transparenzregimes nachzugehen. Eingehendere Erklärungen hierzu finden sich vor allem in der ausführlichen Begründung, die die Kommission ihrem Vorschlag für eine neue Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte vorangestellt hat, und die sozusagen für umfassende Transparenz hinsichtlich der Regelungsphilosophie der Kommission sorgt. Demgegenüber geben die Erwägungsgründe des Richtlinienvorschlags die eingehenden Überlegungen der Kommission nur in sehr konzentrierter Form wieder.¹⁸ Sowohl das Parlament als auch der Rat haben diese Erwägungsgründe jeweils nahezu unverändert übernommen, ohne im vorliegenden Kontext relevante Ergänzungen vorzunehmen.

¹⁷ Für multilaterale Handelssysteme s. Art. 28 (Parlament) bzw. Art. 30 (Rat), für geregelte Märkte s. Art. 43 (Parlament) bzw. 45 (Rat).

¹⁸ S. die Erwägungsgründe 5 f., 32 f. des Vorschlags für eine Richtlinie (Fn. 2).

1. Die Begründung der Kommission

Die begründenden Erwägungen der Kommission zum Transparenzregime¹⁹ lauten im Kern etwa wie folgt:

Ausgangspunkt des Rechtsakts ist wie bei anderen kapitalmarktrechtlichen Rechtsangleichungsmaßnahmen das durch Art. 3 Abs. 1 lit. h EGV vorgegebene Ziel, einen integrierten Finanzmarkt bei gleichzeitiger Gewährleistung eines hohen Niveaus an Anlegerschutz zu schaffen. Dieser primärrechtlichen Vorgabe für die Rechtsangleichung liegt die generalisierende Annahme zugrunde, daß eine EU-weite Marktintegration zur Intensivierung des Wettbewerbs und damit zu effizienteren Märkten führt.²⁰ Für den Handel von Finanztiteln auf Sekundärmärkten gilt allerdings in besonderem Maße, daß die Erhöhung der Wettbewerbsintensität zwei gegenläufige Effekte nach sich ziehen kann: Einerseits wirkt die wettbewerbsinduzierte Herausbildung neuer Ausführungs- und Handelsstrukturen effizienzsteigernd. Andererseits führt eine zunehmende Fragmentierung der Liquidität zu weniger liquiden Teilmärkten und in der Folge zu einer weniger effizienten Kursbildung sowie, damit einhergehend, zu einer Absenkung des Anlegerschutzniveaus. Zudem dominieren in den EU-Mitgliedstaaten bislang teilweise sehr unterschiedliche Handelssysteme und Orderausführungsstrukturen. Prognosen über die wettbewerbsinduzierten Folgen einer vollständigen Marktintegration werden dadurch zusätzlich erschwert.

Der Ausweg aus diesem regulatorischen Dilemma liegt für die Kommission in der Schaffung umfassender Transparenzvorschriften für die Hauptausführungsmethoden bei Wertpapieren. Diesem Transparenzregime schreibt die Kommission im Kern drei positive Wirkungen zu:

- erstens ein marktintegrativer Effekt, weil Kauf- und Verkaufsinteressenten über die EU-Ländergrenzen hinweg direkt und zeitgleich zusammenwirken können.
- zweitens die Vermeidung von Beeinträchtigungen der Markteffizienz und des Anlegerschutzes, weil die Streuung des Handels auf unterschiedliche Marktplätze und über unterschiedliche Handelswege nicht zur Fragmentierung der Liquidität führt. und
- drittens die Gewährleistung hinreichender Wettbewerbsfreiräume für die Anbieter von Handelssystemen und Ausführungsarten.

Zusammenfassend und in den eigenen Worten der Kommission: „Die Regulierungsbehörden der Finanzmärkte und die Marktbeobachter sind sich zunehmend darüber einig, dass es mit

¹⁹ S. Begründung Vorschlag für eine Richtlinie (Fn. 2), S. 69 f., 73, 77 ff.

²⁰ Ausführlicher dazu etwa Mülbert, WM 2001, 2085, 2092 f., 2094.

Hilfe einer wirksamen Transparenzregelung möglich sein muss, die Vorteile des Wettbewerbs zwischen den Auftragsausführungsstrukturen zu nutzen und gleichzeitig die negativen Auswirkungen für die globale Markteffizienz zu begrenzen“.²¹

2. Stellungnahme

Der von der Kommission konstatierte zunehmende Konsens gilt nach der Weiterentwicklung des umfassenden Transparenzregimes durch Parlament und Rat allenfalls noch für einzelne Elemente dieses Regelungssystems, nicht aber auf das Transparenzregime in toto. In Sonderheit die Verpflichtung von systematischen Internalisierern, bindende Angebote gegenüber einem unbestimmten Kreis von (potentiellen) Kunden zu stellen und also ein Kontrahentensystem mit bindender Angebotsstellung zu betreiben, wirft Fragen auf:

Jedenfalls auf kurze Sicht drängt diese unter dem Stichwort „Marktöffnung“ stehende Verpflichtung zur Entstehung zusätzlicher Liquiditätsinseln. Entgegen wirkt dieser Tendenz nicht zuletzt, daß ein systematischer Internalisierer als Betreiber eines Kontrahentensystems mit bindender Angebotsstellung zusätzliche Liquidität vorhalten muß, um in der Lage zu sein, die mit Kunden abgeschlossenen Transaktionen, sei es durch Zahlung des Kaufpreises oder durch Lieferung von Papieren aus dem Handelsbestand, erfüllen zu können. Auf längere Sicht könnte der Trend zur Entstehung zusätzlicher Liquiditätsinseln zudem dadurch kompensiert werden, daß der verschärfte Wettbewerb - den das komplexen Transparenzregime unter Einschluß der Angebotspflicht für systematische Internalisierer gerade befördern soll und kann - zur Marginalisierung oder gar zum Marktaustritt der Träger bestimmter Orderausführungssysteme und damit zu einer Rekonzentration der Liquidität führt. Das sich im Wettbewerbsprozeß herausbildende Gleichgewicht zwischen effizienter Fragmentierung und effizienter Preisbildung wird dabei in der Tendenz umso schneller erreicht, je höher die regulatorischen Kosten aus der Quotierungspflicht für systematische Internalisierer sind, und je kleiner damit der Kreis derjenigen Wertpapierhäuser ist, die - jedenfalls zunächst - systematische Internalisierung betreiben. Nicht ganz fern liegt in diesem Zusammenhang die Annahme bzw., je nach Sichtweise, die Befürchtung, daß es sich bei den regulatorischen Kosten um eine feinfühlig zu handhabende Stellschraube handelt. Schon moderat überzogene aufsichtsrechtliche Anforderungen an Wertpapierhäuser, die systematische Internalisierung betreiben, könnte ein level playing field zwischen den verschiedenen Ausführungssystemen von Anfang verhindern und ein suboptimales Internalisierungsniveau zur Folge haben.

²¹ S. Begründung Vorschlag für eine Richtlinie (Fn. 2), S. 69.

Im übrigen erscheint es keineswegs ausgemacht, daß die Entstehung dieser zusätzlichen Liquiditätsinseln eine weitere Marktfragmentierung mit allen hieraus resultierenden Nachteilen für die Preisqualität an den geregelten Märkten zur Folge hat. Ein systematischer Internalisierer wird nämlich durch entsprechende Gegengeschäfte an sonstigen Märkten, seien es geregelte Märkte, alternative Handelssysteme oder Handelssysteme anderer systematischer Internalisierer, den Umfang des von seinem bilateralen Kontrahentensystem zusätzlich gebundenen Liquidität möglichst gering zu halten suchen. Damit wirkt die Interaktion der Liquiditätspools aus Sicht eines geregelten Marktes oder auch eines alternativen Handelssystems letztlich als eine Art zwangsweiser mittelbarer Liquiditätsspende seitens systematischer Internalisierer zugunsten geregelter Märkte und alternativer Handelssysteme. Man mag mit guten Gründen bezweifeln, daß mit diesem regulatorisch aufwendigen und voraussichtlich hohe Kosten verursachenden Pre-Trade-Transparenzregime für systematische Internalisierer gesamtwirtschaftliche Effizienzgewinne gegenüber dem Konkurrenzmodell einer direkten Liquiditätsspende seitens systematischer Internalisierer²² zu erzielen sind.

IV. Die Pflicht zur Pre-Trade-Transparenz von systematischen Internalisierern: ausgewählte Einzelfragen

Nach diesem Überblick sind nunmehr Einzelprobleme des geplanten Transparenzregimes anzusprechen. Die folgenden Überlegungen beschränken sich aus Gründen der Aktualität dabei auf Probleme hinsichtlich der Pre-Trade-Transparenz von systematischen Internalisierern und greifen insbesondere einige markante Abweichungen zwischen Art. 25 in der Version des Europäischen Parlaments und Art. 27 in der Version des Rates auf.

1. Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich der Pre-Trade-Transparenzpflicht wird durch mehrere, in den Einzelheiten zwischen Parlament und Rat umstrittene personale und sachliche Merkmale abgesteckt.

²² S. den Vorschlag des DSGV für eine Regulierung von Internalisierungssystemen (In-House-Matching-Systeme) in der Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte (COM (2002) 625 final) vom 7.2.2003.

a. Personaler Anwendungsbereich

In personaler Hinsicht beschränkt sich die Anwendung des Art. 25 in der Version des Parlaments auf Wertpapierhäuser, die systematische Internalisierung im Sinne der Definitionsnorm des Art. 3 Abs. 1 Nr. betreiben. Art. 27 in der Fassung des Rates bezeichnet diesen Personenkreis abkürzend als systematische Internalisierer und greift damit zugleich die diesbezügliche Definition des Art. 4 Abs. 1 Nr. 7 in der Version des Rates auf.

(1) Internalisierung

Als Internalisierung gilt nach dem Richtlinienvorschlag in der Version des Parlaments sowohl die Orderausführung im Wege des Eigenhandels, d.h. gegen den eigenen Handelsbestand²³, als auch das interne, d.h. außerhalb des Systems eines geregelten Markts oder eines multilateralen Handelssystems erfolgende Matching von zwei Kundenordern²⁴ (Art. 3 Abs. Abs. 1 Nr. 24). Hingegen nennt die Fassung des Rates lediglich die interne Ausführung von Kundenaufträgen gegen den eigenen Handelsbestand (Art. 4 Abs. 1 Nr. 7). Diese Herausnahme des Matching durch den Rat ist damit zu erklären, daß ein System zum internen Matching von Kundenaufträgen seinerseits die Definitionsmerkmale eines multilateralen Handelssystems erfüllt.

Der Richtlinienentwurf in der Version des Parlaments knüpft den Begriff der Internalisierung zudem an das Größenkriterium der standardmäßigen Marktgröße („standard market size“). Nach der Definition in Art. 3 Abs. 1 Nr. 24 handelt es sich nur insoweit um Internalisierung, als ein Wertpapierhaus Kundenaufträge mit einem als „standardmäßigen Marktgröße“ umschriebenen maximalen Volumen ausführt. Demgegenüber will der Rat nicht schon den Begriff der Internalisierung von einem Größenkriterium abhängig machen. Vielmehr wirkt sich die Ordergröße in seiner Version, darauf wird noch zurückzukommen sein,²⁵ lediglich auf die Quotierungspflicht des Internalisierers aus.

Der Unterschied zwischen den jeweiligen Konzeptionen des Parlaments und des Rates ist erheblich. Der Definitionsansatz des Parlaments führt nämlich zu einer per se-Freistellung bestimmter Handelssysteme. Systeme zur internen Orderausführung, die die „standardmäßige

²³ Internalisierer führt Kommissionsgeschäft mit Selbsteintritt durch (§§ 383, 400 BGB).

²⁴ Internalisierer wird für beide Kunden jeweils mittels einfachem Kommissionsgeschäft tätig.

²⁵ Unten IV.2.a.(2).

Marktgröße“ als Mindesttransaktionsgröße vorsehen, wären dem Begriff der Internalisierung und den diesbezüglichen Pre-Trade-Transparenzpflichten von vornherein entzogen. Vor diesem Hintergrund sind die Kriterien von besonderem Interesse, anhand derer sich die „standardmäßige Marktgröße“ bemißt. Das Parlament beläßt es insoweit bei der Ergänzung der Definitionsnorm des Art. 3 Abs. 1 Nr. 24 um die eher sybillinische Ergänzung „die von jeder Art von Kunden oder Gegenpartei getätigt werden“ („undertaken by any type of clients or counterparties“). Im übrigen erklärt es die Kommission für zuständig, diese Größe nach ihrem freien Ermessen in Stufe 2 festzulegen (Art. 25 Abs. 4 lit. b). Angesichts der Tragweite der Festlegung ist dieser weitgehende²⁶ Freibrief zugunsten der Kommission zumindest nicht ganz unproblematisch.

(2) Durchführung von Kundenordern ohne Einbeziehung vom Kunden initiiertes Festpreisgeschäfte

Internalisierung ist sowohl in der Version des Parlaments als auch des Rates daran geknüpft, daß das Wertpapierhaus Kundenordern („orders“) ausführt. Nicht erfaßt sind daher Festpreisgeschäfte, bei denen der Kunde zunächst eine Kursindikation des Wertpapierhauses einholt, um auf dieser Grundlage ein bindendes Angebot über ein Festpreisgeschäft abzugeben, das sodann vom Wertpapierhaus angenommen wird. Bei dieser Gestaltung besteht keinerlei Handlungsspielraum des Wertpapierhauses bei der Ausführung des Auftrags. Dementsprechend kann auch das best execution-Prinzip des Art. 19 (Parlament) bzw. Art. 21 (Rat) nicht zur Anwendung kommen, so daß die Herstellung von Pre-Trade-Transparenz als Anwendungsvoraussetzung das best execution-Prinzips ebenfalls entbehrlich ist. Zudem paßt das jeweilige Rechtsfolgenprogramm des Art. 25 (Parlament) bzw. Art. 27 (Rat) nicht auf Festpreisgeschäfte, da Internalisierer und Kunde die essentialia der Transaktion – Preis, Ordervolumen etc. – ohnehin aus freien Stücken miteinander vereinbaren.

²⁶ Das Komitologieverfahren für den Wertpapierbereich gehört zur Kategorie Regelungsverfahren als einer der drei Varianten des Komitologieverfahrens, die der Rat gemäß der Ermächtigung in Art. 202 EGV festgelegt hat. Die Kommission hat im Rahmen des Regelungsverfahrens den Vorschlag eines Rechtsakts dem Rat (nur) dann vorzulegen, wenn die beabsichtigten Maßnahmen mit der Stellungnahme des entsprechenden Ausschusses aus Vertretern der Mitgliedstaaten - im Wertpapierbereich: Europäischer Wertpapierausschuß (EWA) bzw. European Securities Committee (ESC) - nicht übereinstimmen. Verhindern kann der Rat den Erlass des vorgeschlagenen Rechtsakts durch die Kommission jedoch nur mittels einer qualifizierten Mehrheitsentscheidung. S. zum Ganzen nur Hix, in: Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar, 2000. Art. 202 EGV Rdn. 15 ff.

(3) Systematisches Handeln

Das Kriterium „systematisch“ wird von den jeweiligen Definitionsnormen in der Version des Parlaments (Art. 3 Abs. 1 Nr. 24) und des Rates (Art. 4 Abs. 1 Nr. 7) als systematische, regelmäßige und kontinuierliche (Parlament) bzw. organisierte (Rat) interne Ausführung von Kundenaufträgen umschrieben. Systematisches Handeln im Sinne eines planvollen oder regelgeleiteten Handelns wird einem Wertpapierhaus allerdings ohnehin schon durch das in Art. 19 (Parlament) bzw. Art. 21 (Rat) statuierte Prinzip der best execution von Kundenordern abverlangt. Diese organisationsrechtliche Bestimmung verpflichtet ein Wertpapierhaus nämlich dazu, eine Ausführungsstrategie („execution policy“) im Sinne eines Regelwerks mit präzisen Handlungsanweisungen für die Ausführung von Kundenaufträgen entwickeln²⁷, um deren „best execution“ zu gewährleisten. Diese Regeln haben auch festzulegen, unter welchen Voraussetzungen das Wertpapierhaus eine Kundenorder intern statt an einem geregelten Markt oder einem alternativen Handelssystem ausführt, und insoweit ließe sich dann durchaus davon sprechen, daß das Wertpapierhaus systematisch internalisiert.

Für die gerade auch bei vorstehender Auslegung des Merkmals „systematisch“ gebotenen Einschränkungen ist insbesondere am Kriterium der Regelmäßigkeit anzusetzen. An diesem Merkmal fehlt es jedenfalls dann, wenn die gewählte best execution-Ausführungsstrategie zur Folge hat, daß Kundenordern lediglich gelegentlich bzw. unregelmäßig intern ausgeführt werden. Im übrigen erscheint es durchaus naheliegend, die geforderte Regelmäßigkeit der internen Ausführung anhand quantitativer Kriterien präzisierend festzulegen. Denkbar wäre etwa ein prozentualer Mindestanteil, etwa 10%, an der Gesamtzahl der Kundenorder oder/und des gesamten Ordervolumens (ohne Blocktrades).

(4) Marktplatzexterne Orderausführung

Wertpapierhäuser werden schließlich nur dann als systematische Internalisierer tätig, wenn sie die Kundenordern nicht an einem Marktplatz, sondern marktplatzextern ausführen. Art. 3 Abs. 1 Nr. 24 Punkt 5 der Parlamentsfassung formuliert dies dahingehend, daß die Transaktionen „außerhalb der Regeln oder²⁸ Systeme eines geregelten Marktes oder MTF“ („outside

²⁷ S. Art. 19 Abs. 1 (Parlament) bzw. Art. 21 Abs. 2 (Rat).

²⁸ Die deutsche Fassung der Stellungnahme des Parlaments spricht zwar von „und“. Doch ist in allen anderen Fassungen von „oder“ die Rede, so daß insoweit von einem Übersetzungsfehler auszugehen ist.

the rules or systems of a regulated market or MTF“) ausgeführt werden. Demgegenüber spricht Art. 4 Abs. 1 Nr. 7 in der Ratsversion von einer Durchführung der Transaktionen „außerhalb eines geregelten Marktes oder alternativen Handelssystems („outside a regulated market or an MTF“).

(a) Die praktische Relevanz der Abgrenzung

Diese Abgrenzung von marktplatzinterner und marktplatzexterner Ausführung dürfte maßgeblich darüber entscheiden, ob das Pre-Trade-Transparenzregime für systematische Internalisierer überhaupt praktische Relevanz erlangen wird oder nicht. Denn könnten Wertpapierhäuser die bilaterale Orderausführung sozusagen unter dem Dach eines geregelten Marktes oder alternativen Handelssystems betreiben, ohne damit im Sinne der jeweiligen Definitionsnorm zu systematischen Internalisierern zu werden und dem für diese vorgesehenen besonderen Pre-Trade-Transparenzregime zu unterliegen, dürften sich die meisten Marktteilnehmer für diesen – aus ihrer Sicht sozusagen befreienden - Weg der marktinternen Internalisierung entscheiden. Dies stünde umso mehr zu erwarten, als dann ein Wertpapierhaus sich den Pre-Trade-Transparenzpflichten eines systematischen Internalisierers auch dadurch entziehen könnte, daß es ein multilaterales Handelssystem aufbaut und ein Internalisierungsmodul integriert.

Darüber hinaus ist sogar fraglich, ob bei einer Internalisierung unter Nutzung dieser Gestaltungsmöglichkeiten wenigstens eine sonstige Form der Pre-Trade-Transparenz besteht. Zum einen sieht Art. 44 Abs. 2 in der Ratsfassung, wenn auch abweichend von der korrespondierenden Version des Parlaments, die Möglichkeit vor, daß die zuständige Aufsichtsbehörde einen geregelten Markt aufgrund des von ihm betriebenen Marktmodells von der Pflicht zur Pre-Trade-Transparenz befreien kann. Einer „regulatory capture“ durch einzelne geregelte Märkte steht allerdings Art. 44 Abs. 3 lit. c entgegen, wonach die Kommission in Stufe 2 nähere Festlegungen hinsichtlich der Marktmodelle trifft, für die von der Pre-Trade-Transparenzpflicht entbunden werden kann.

Zum anderen bestünde sogar eine echte – und nach den Intentionen der Verfasser dieser Bestimmung wohl gerade bezweckte - Regelungslücke hinsichtlich der Pflicht zur Pre-Trade-Transparenz, wenn eine „befreiende“ marktinterne Internalisierung im Sinne der Parlamentsversion bereits dann vorläge, wenn ein Wertpapierhaus lediglich die technischen Systeme eines geregelten Marktes bzw. eines alternativen Handelssystems zur bilateralen Orderausführung nutzt.

(b) Ausführung jenseits der Regeln oder/und technischen Systeme des Marktplatzes

Hinsichtlich der Voraussetzungen, unter denen noch eine marktplatzinterne Orderausführung erfolgt, stellt Art. 3 Abs. 1 Nr. 24 in der Parlamentsfassung auf die „Regeln“ und „Systeme“ eines geregelten Marktes bzw. alternativen Handelssystems ab. Obwohl die beiden Begriffe in der Parlamentsfassung der Richtlinie in zahlreichen weiteren Bestimmungen vorkommen²⁹, fehlt es an einer expliziten Definition. Weiterführende Anhaltspunkte lassen sich aber Erwägungsgrund 6 entnehmen. Dort wird im Hinblick auf die Definitionen für geregelte Märkte und alternative Handelssysteme die Formulierung, daß Handelsinteressen „im Rahmen des Systems und gemäß den nichtdiskretionären, vom Betreiber des Systems festgelegten Regeln“ zusammengeführt werden müssen, damit erklärt, daß die „Zusammenführung nach den Regeln des Systems oder mit Hilfe der Protokolle oder internen Betriebsverfahren des Systems (einschließlich der in Computer Software enthaltenen Verfahren) erfolgt“. Die Zusammenschau dieses Erwägungsgrundes mit den Definitions- und weiteren Vorschriften läßt darauf schließen, daß die „Regeln“ das jeweilige rechtliche Regelwerk - etwa in Gestalt einer öffentlich-rechtlichen oder mittels AGB etablierten Marktordnung - und die „Systeme“ das jeweilige technische System bzw. die Plattform - insbesondere in Form von Software - für die Durchführung der Wertpapierdienstleistungen meinen.

Nur auf den ersten Blick liegt es für die Version des Rates anders, wenn es in der Definitionsnorm des Art. 4 Abs. 1 Nr. 7 heißt, daß das Wertpapierhaus die Kundenordern „outside a regulated market or an MTF“ ausführt. Was unter einem geregelten Markt oder einem alternativen Handelssystem (MTF) zu verstehen ist, ergibt sich nämlich aus deren jeweiligen Definition in Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 und 15. Die Nr. 14 definiert einen geregelten Markt nun ganz ähnlich wie die Definitionsnorm in der Version des Parlaments als System zur Ausführung multipler Handelsinteressen Dritter bezüglich Finanzinstrumenten „admitted to trading under its [sic: the regulated market’s] rules and/or systems“ mit dem Ergebnis eines Vertragsschlusses „in the system and in accordance with its [sic: the regulated market’s] non-discretionary rules“. Erwägungsgrund 6 präzisiert dies schließlich wie die Parlamentsfassung dahingehend, daß die Zusammenführung von Handelsinteressen „under the system’s rules or by means of the system’s protocols or internal operating procedures (including procedures embodied in computer software)“ erfolgt. Nach alledem ist für die Zwecke der Abgrenzung von marktplatzinterner und –externer Ausführung³⁰ unter „Regeln“ und „Systemen“³¹ auch in der Fas-

²⁹ S. z.B. die Artt. 3 Abs. 1 Nr. 11, 34 Abs. 1, 3, 41 Abs. 1, 42 Abs. 1.

³⁰ Ebenso z.B. für Art. 44 Abs. 1.

sung des Rates also das rechtliche Regelwerk einerseits und das technische System andererseits zu verstehen.

(c) Regeln oder Systeme (Parlament) v. Regeln und Systeme (Rat)

Der Befund, daß beide Textfassungen für das Vorliegen einer marktplatzexternen systematischen Internalisierung an der Regelwerk und die technischen Systeme anknüpfen, darf nicht den Blick darauf verstellen, daß die Version des Parlaments und die des Rates in einem entscheidenden Punkt divergieren. In der Fassung des Parlaments genügt es für die marktplatzinterne Ausführung, daß die Order entweder unter dem Regelwerk oder unter Nutzung des technischen Systems eines geregelten Marktes bzw. alternativen Handelssystems ausgeführt wird. Die Fassung des Rates spricht dagegen von „outside a regulated market or an MTF“, meint also „outside the rules and systems of a regulated market or an MTF“,³² und besagt damit im diametralen Gegensatz zur Parlamentsfassung daß eine marktplatzexterne systematische Internalisierung vorliegt, wenn die Orderausführung entweder außerhalb des Regelwerks oder aber des technischen Systems erfolgt.

(d) Regeln oder/unter technische Systeme zur bilateralen Orderausführung als Bestandteil eines Marktplatzes

Zu den ebengenannten „Regeln“ und „(technische) Systemen“ eines Marktplatzes gehören auch diejenigen Regeln und Systembestandteile, die einem Wertpapierhaus eine marktplatzinterne bilaterale Orderausführung ermöglichen, die also eine Internalisierung „unter dem Dach“ eines geregelten Marktes bzw. alternativen Handelssystems erlauben.

Für die Version des Parlaments folgt dies daraus, daß die Definition der systematischen Internalisierung in Art. 3 Abs. 1 Nr. 4 insgesamt fünf kumulativ zu erfüllende Merkmale umfaßt. Denn für den Fall, daß das Wertpapierhaus seine Kundenordern systematisch gegen eigene Handelspositionen ausführt (3. Merkmal 1. Alternative), kann dem 5. Merkmal - „outside the rules or systems of a regulated market or MTF“ - nur dann eigenständige Bedeutung zukommen, wenn es einem geregelten Markt bzw. einem alternativen Handelssystem grundsätzlich überhaupt möglich ist, einem Wertpapierhaus die bilaterale Ausführung von

³¹ Zu beachten ist, daß der Begriff „systems“ in der Fassung des Rates auch, und das sogar ganz überwiegend (s. z.B. die Art. 36 Ab. 1 Unterabs. 2, Abs. 4, Art. 43 Abs. 1), in einem zweiten Sinne Verwendung findet, nämlich als Obergriff für „rules“ und „(technical) systems“.

³² S. soeben unter IV.1.a.(4)(b).

Kundenordern im Rahmen des Regelwerks oder/und unter Nutzung der technischen Plattform anzubieten.

Noch sehr viel deutlicher liegen die Dinge für die Fassung des Rates aufgrund des Erwägungsgrund 48. Gegenüber der Parlamentsversion (Erwägungsgrund 37) findet sich dort die Ergänzung, daß bilaterale Transaktionen zwischen Marktteilnehmern (allein) für die Zwecke der Definition eines systematischen Internalisierers (Art. 4 Abs. 1 Nr. 7) als „outside a regulated market or an MTF“ abgeschlossen anzusehen seien, sofern diese Transaktionen nicht alle Anforderungen (z.B. Pre-Trade-Transparenzpflicht nach Art. 44) erfüllen, die hierfür an geregelten Märkten gelten. Im Gegenschluß folgt hieraus zwingend, daß bei Wahrung der sogleich noch zu konkretisierenden Voraussetzungen eine marktplatzinterne bilaterale Orderausführung möglich ist, daß also die Regeln und technischen Systeme eines Marktplatzes auch die erforderlichen Komponenten für die marktplatzinterne bilaterale Internalisierung umfassen können.

(e) Richtlinienkonformität als Mindestanforderung an marktplatzinterne Internalisierungssysteme

Die marktplatzinterne Internalisierung hat aus Sicht eines Wertpapierhauses allerdings nur dann befreiende Wirkung im Hinblick auf das Pre-Trade-Transparenzregime für systematische Internalisierer, wenn die rechtlichen und technischen Komponenten hierfür alle Anforderungen des Titels III (geregelte Märkte) bzw. des Titels II (alternative Handelssysteme) der Richtlinie erfüllen. Das ergibt sich im Falle eines geregelten Marktes schon daraus, daß die zuständige Aufsichtsbehörde ein Handelssystem nur unter der Voraussetzung als geregelten Markt zulassen darf, daß sein Regelwerk und sein technisches System allen Anforderungen des Titels III der Richtlinie genügen. Ganz im Einklang hiermit ordnet Erwägungsgrund 48 in der Fassung des Rates denn auch an, daß die bilaterale Orderausführung, die den Anforderungen des Titels III nicht genügt, für die Zwecke der Pre-Trade-Transparenzpflicht systematische Internalisierer als „outside a regulated market“ und damit bei Vorliegen der übrigen Voraussetzungen als systematische Internalisierung zu qualifizieren ist.

(f) Zwischenergebnis

Die systematische bilaterale Orderausführung durch ein Wertpapierhaus erfolgt nicht notwendig marktplatzextern bzw. führt nicht notwendig zur systematischen Internalisierung. Nach der überaus großzügigen Parlamentsversion liegt vielmehr schon dann eine marktplatzinterne

Ausführung (s. Art. 3 Abs. 1 Nr. 24 Punkt 5) vor, wenn das Wertpapierhaus die bilaterale Orderausführung unter dem Regelwerk oder auf der technischen Plattform eines geregelten Marktes bzw. alternativen Handelssystems durchführt, und außerdem die jeweils genutzte Komponente den Anforderungen des Titels III (geregelter Markt) bzw. des Titels II (alternatives Handelssystem) genügt. In der strengeren Fassung des Rates liegt nur dann eine befreiende bilaterale Orderausführung „unter dem Dach“ eines geregelten Marktes bzw. eines alternativen Handelssystems vor, wenn sich das Wertpapierhaus hierfür des richtlinienkonformen Regelwerks und (!) der richtlinienkonformen technischen Plattform des Systembetreibers bedient.

b. Sachlicher Anwendungsbereich

Den sachliche Anwendungsbereich der Pre-Trade-Transparenzpflichten bestimmen die in Art. 25 Abs. 1 (Parlament) bzw. Art. 27 Abs. 1 (Rat) enthaltenen Voraussetzungen. Die jeweiligen Fassungen des Parlaments und des Rates divergieren auch insoweit nicht unerheblich.

(1) An einem geregelten Markt in der EU zugelassene Aktien

Übereinstimmung besteht immerhin insoweit, daß die Pflicht zur Pre-Trade-Transparenz allein Aktien betrifft, die an einem geregelten Markt in der EU zum Handel zugelassen sind.

Eine mögliche Ausdehnung auf andere Finanztitel, das sei ergänzend hinzugefügt, soll nach den Vorstellungen der Kommission (Art. 60 Abs. 1) und des Europäischen Parlaments (Art. 62 Abs. 2) spätestens vier Jahre nach Inkrafttreten der Richtlinie zu diskutieren sein. Schon heute aber hat die Europäische Zentralbank diese Einschränkung auf Aktien in ihrer Stellungnahme zum Kommissionsvorschlag in großer Deutlichkeit beklagt.³³ Dementsprechend sieht der Gemeinsame Standpunkt des Rates eine Verkürzung der Überprüfungsfrist auf zwei Jahre vor (Art. 65 Abs. 1), wobei er allerdings außer Acht gelassen haben dürfte, daß auch die Umsetzungsfrist in innerstaatlichen Recht zwei Jahre betragen soll. Zudem spricht er sich in Erwägungsgrund 45 ausdrücklich dafür aus, daß die jeweiligen Herkunftsmitgliedstaaten der systematische Internalisierung betreibenden Wertpapierhäuser auch andere Finanztitel in die Transparenzregeln einbeziehen dürfen.

³³ Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 12.6.2003, ABI Nr. C 144, 20.6.2003, S. 6, 10 f. (Tz. 15 ff.).

(2) Liquide und illiquide Aktien

Darüber hinaus beschränkt sich Art. 25 Abs. 1 in der Version des Parlaments auf Aktien, für die ein liquider Markt besteht. Demgegenüber bezieht die Fassung des Rates auch illiquide Aktien mit ein, allerdings mit der Einschränkung, daß verbindliche Kurse nur auf Anfrage zu stellen sind. Die inhaltliche Ausfüllung des Merkmals der Liquidität bleibt nach beiden Fassungen der Kommission in Stufe 2 überlassen.

Die vom Rat vorgenommene Erstreckung auf illiquide Aktien ist unter Transparenzgesichtspunkten zu begrüßen. Gerade bei illiquiden Titeln ist Publizität für eine effiziente Preisbildung besonders wichtig. Gleichwohl hat die Kommission - und dem ist das Parlament jedenfalls im Ergebnis gefolgt - von der Einbeziehung illiquider Aktien in die Pre-Trade-Transparenz abgesehen, um Internalisierer vor den Gefahren aus dem strategischen Verhalten anderer Marktteilnehmer zu bewahren.³⁴ Ob die Lösung des Rates, die Pflicht zur Stellung bindender Kursofferten an das zusätzliche Erfordernis einer - beliebig oft und häufig wiederholbaren - Aufforderung seitens eines anderen Marktteilnehmers zu knüpfen, dieses Risiko hinreichend adressiert, kann man bezweifeln.

(3) Keine Selbstbeschränkung auf reinen Eigenhandel in der Aktie

Art. 27 Abs. 1 in der Version des Rates stellt die Verpflichtung zur Pre-Trade-Transparenz schließlich noch unter die Voraussetzung, daß das Wertpapierhaus in dieser Aktie handeln möchte. In dieser Formulierung erscheint die Einschränkung freilich noch zu unpräzise. Entscheidend sollte vielmehr sein, ob ein systematischer Internalisierer gerade in dieser Aktie auch Kundenaufträge ausführt und nicht nur auf eigene Rechnung handelt. Andernfalls könnte ein Wertpapierhaus bereits deswegen zur Stellung verbindlicher Kurse für eine Aktie verpflichtet sein, weil es in dieser Aktie auf eigene Rechnung handelt und systematische Internalisierung in anderen Aktien betreibt. Darin läge eine partielle Rückkehr zur Formulierung des Art. 25 Abs. 1 im Kommissionsvorschlag und damit zu einem Regelungsansatz, den der Rat mit der Einschränkung des personalen Anwendungsbereichs auf systematische Internalisierer gerade verworfen hat.

2. Rechtsfolgen

Auf der Rechtsfolgenseite der Pre-Trade-Transparenzregelung lassen sich mehrere Pflichten

³⁴ S. Begründung Vorschlag für eine Richtlinie (Fn. 2), S. 70.

eines systematischen Internalisierers unterscheiden.

a. Die Pflicht zur Stellung bindender Kursofferten

Anzusprechen ist zunächst die Pflicht zur Stellung bindender Kursofferten. Diese Quotierungsverpflichtung wirft in mehrfacher Hinsicht Fragen auf.

(1) Ankaufs- und/oder (?) Verkaufskurse

Mit der Formulierung „Ankaufs- und/oder Verkaufskurse“ eröffnet Art. 27 Abs. 1 in der Version des Rates einem systematischen Internalisierer die Möglichkeit, sich bei der Stellung bindender Kursofferten nach Wahl auf eine Marktseite zu beschränken. Demgegenüber verlangt Erwägungsgrund 34 in der Parlamentsversion eine „two-sided quote“, also die kumulative Stellung von Geld- und Briefkursen. Das ist angesichts der Zielsetzung der Pre-Trade-Transparenzregelung auch sachgerecht. Nur diese umfassende Quotierungspflicht wird nämlich dem Anliegen gerecht, systematische Internalisierer zur Etablierung eines bilateralen Handelssystems in Form eines Kontrahentensystems mit bindender Angebotsstellung zu verpflichten.

(2) Das zu quotierende Ordervolumen

Unsicherheiten bestehen weiter hinsichtlich des zu quotierenden Transaktionsvolumens. In der Version des Parlaments bildet die standardmäßige Marktgröße („standard market size“) das zu quotierende Mindestvolumen einer Transaktion - wobei dieser Begriff in Art. 25 Abs. 1 nicht identisch ist mit dem bereits erwähnten Begriff der standardmäßigen Marktgröße in Art. 3 Abs. 1 Nr. 24³⁵.

Demgegenüber formuliert Art. 27 Abs. 1 Unterabs. 3 in der Fassung des Rates, daß die Pflichten nach Absatz 1 dieser Bestimmung nicht bestehen für eine Transaktion „which is large in scale compared to the normal market size“, also für eine sogenannte Blocktransaktion. Bei der Formulierung ist zunächst schon fraglich, ob die Bestimmung das vom Internalisierer mit seinen Quotes abzudeckende Transaktionsvolumen festlegt, oder ob sie lediglich eine absolute Obergrenze für die Transaktionen setzt, die ein Wertpapierhaus als Internalisierer auszuführen hat, und also funktional der Einschränkung in Art. 3 Abs. 2 Nr. 24 der Parla-

³⁵ Dazu oben IV.1.a.(1)

mentsfassung entspricht, die die Internalisierung begrifflich auf Transaktionen mit einem Maximalvolumen „standardmäßige Marktgröße“ beschränkt³⁶.

Meines Erachtens spricht mehr für die erste Interpretation, also dafür, daß die Größe „large in scale compared to normal market size“ den oberen Grenzwert für das mit einer oder mehreren Quotes abzudeckende Transaktionsvolumen absteckt. Dies ergibt sich unter Einbeziehung des Art. 27 Abs. 4, der Fassung des Rates, wonach der Internalisierer die Anzahl der Transaktionen limitieren darf, die er mit demselben Kunden zu den veröffentlichten Kursen durchzuführen bereit ist. Im einzelnen: Würde sich der Internalisierer damit begnügen (dürfen), verbindliche Kurse für ein arbiträr niedriges Transaktionsvolumen zu stellen, käme es bei einer größeren Kundenorder gegebenenfalls zu mehrfachen Teilausführung. Würde der Internalisierer zugleich eine niedrige Wiederholungsanzahl festlegen - und insoweit gewährt ihm Art. 27 Abs. 4 in der Fassung des Rates volle Freiheit -, könnte er sich der vollen Ausführung einer Kundenorder unter Umständen selbst dann entziehen, wenn diese noch gar keine Blockgröße erreicht. Das kann nicht gewollt sein und spricht dafür, Art. 27 Abs. 3 Unterabs. 3 auf den Maximalumfang des zu quotierenden Transaktionsvolumens zu beziehen.

Das führt zu einem zweiten Punkt: Sowohl in der Textfassung des Parlaments als auch des Rates fehlt es an der klaren Festlegung eines Bezugspunkts, anhand dessen die Größe „standardmäßige Marktgröße“ bzw. „large in scale compared to normal market size“ zu ermitteln ist. Ist diese Größe individuell für jeden einzelnen Internalisierer oder/und für jede einzelne Aktie zu bestimmen, oder ist dies eine EU-weit einheitliche Größe? Art. 27 in der Fassung des Rates ist insoweit ganz unergiebig. Hingegen scheint Art. 25 Abs. 4 lit. a in der Version des Parlaments gewisse Anhaltspunkte bereitzuhalten. Diese Vorschrift weist der Kommission die Aufgabe zu, die „standardmäßige Marktgröße“ in Stufe 2 zu konkretisieren und gibt zugleich einen bunten Strauß von Kriterien vor, den die Kommission hierbei mindestens zu beachten hat. Dazu gehören

- (i) die tatsächlichen lokalen Marktbedingungen und –praktiken und die entsprechenden Handelsvolumen in den verschiedenen Mitgliedstaaten sowie die Haltung der zuständigen lokalen Behörden;
- (ii) die Auswirkungen auf Liquidität, Wettbewerb, Kursbildung und das allgemeine Funktionieren der Märkte in den verschiedenen Mitgliedstaaten;
- (iii) die Risiken, denen die Wertpapierhäuser aufgrund der Verpflichtungen gemäß Absatz 1 ausgesetzt sind, einschließlich damit verbundener Verpflichtungen und Risiken, die nach den Richtlinien über die Eigenkapitalanforderungen geregelt sind.

³⁶ Dazu schon IV.1.a.(1) am Ende.

Auffällig ist insbesondere die Einbeziehung verschiedener lokaler Komponenten. Dies dürfte nämlich nur dann wirklich Sinn machen, wenn die „standardmäßige Marktgröße“ nicht einheitlich, sondern individualisiert festzulegen wäre. Ob eine solche Individualisierung nach der Person des Internalisierers oder/und der einbezogenen Aktien sinnvoll und gewollt ist, erscheint zweifelhaft. Damit würde nämlich zusätzliche Marktintransparenz erzeugt, und nicht, wie angestrebt, erhöhte binnenmarktweite Pre-Trade-Transparenz.

(3) Gespaltene Quoten

Die Stellung verschiedener Kurse für jeweils unterschiedliche Transaktionsvolumen begegnet keinen Bedenken.

Weniger klar ist demgegenüber, ob der Internalisierer bei seinen Kursofferten auch zwischen Retailkunden und professionellen Kunden unterscheiden dürfte. Die Antwort hierauf steht möglicherweise im Zusammenhang mit der umstrittenen Zulässigkeit des noch näher anzusprechenden „price improvement“³⁷. Jedenfalls sofern diese Nachbesserungsmöglichkeit - wie vom Rat für professionelle Kunden befürwortet - asymmetrisch auf eine der beiden Kundengruppen beschränkt wird, spricht meines Erachtens vieles dafür, insofern auch von vornherein gespaltene Quoten zu erlauben.

b. Die Pflicht zur Veröffentlichung der verbindlichen Kursofferten

(1) Die Grundregel

Für die Veröffentlichung der verbindlichen Kursofferten gilt, daß der Internalisierer den anderen Marktteilnehmern ungehinderten Zugang zu angemessenen wirtschaftlichen Bedingungen zu verschaffen hat. Die diesbezügliche Regelung sieht sowohl in der Fassung des Parlaments (Art. 25 Abs. 4 lit. e) als auch der des Rates (Art. 27 Abs. 4 lit. b) vor, daß die Veröffentlichung nach Wahl des Internalisierers auf einem von drei Wegen erfolgen kann:

- über die zuständigen Stellen eines jeden geregelten Marktes, an dem die betroffene Aktie zum Handel zugelassen ist,
- über einen Dritten (also insbesondere auch über ein multilaterales Handelssystem), sowie schließlich
- durch eigene Vorkehrungen des Internalisierers (etwa ein proprietäres email-System).

³⁷ Unten IV.2.e.

Nähere Einzelheiten des Offenlegungsverfahrens hat die Kommission in Stufe 2 festzulegen. Dies betrifft nicht etwa nur eher technische Fragen. Vielmehr gelten in zweifacher Hinsicht substantielle rechtliche Mindestanforderungen,³⁸ die die Kommission bei ihren Festlegungen in Stufe 2 wird beachten müssen. Zu beachten ist ferner, darauf ist sogleich noch zurückzukommen,³⁹ daß die Auswahl des konkreten Veröffentlichungskanals darüber entscheidet, ob ein Internalisierer den Kreis an Kunden begrenzen kann, der Zugang zu seinen verbindlichen Kursofferten hat.

(2) Keine Veröffentlichung verbindlicher Kursofferten in illiquiden Aktien

Ob die Offenlegungspflicht auch die vom Rat ins Spiel gebrachte Pflicht des Internalisierers betrifft, auf Anfrage verbindliche Kurse für eine illiquide Aktie zu stellen (Art. 27 Abs. 1 Unterabs. 4)⁴⁰, erscheint durchaus offen. Denn entsprechend häufige Anfragen würden den Internalisierer faktisch zu einer kontinuierlichen Quotierung zwingen, und dies dürfte auch der Rat nicht bezwecken. Das läßt sich auch am Wortlaut der Fassung des Rates festmachen. Im Falle einer Kursofferte für eine illiquide Aktie ist lediglich von „disclosure“ statt von „to make public“ die Rede. Andererseits ist nicht zu verkennen, daß diese „disclosure- Lösung die Markttransparenz eher mindert als stärkt und die „best execution“ von Kundenordern in illiquiden Aktien erheblich zu erschweren droht. Denn bei konsequenter Verfolgung des best execution-Prinzips für illiquide Aktien müßte ein Institut alle Wertpapierhäuser um eine verbindliche Kursofferte ersuchen, die in der betreffenden Aktie als systematische Internalisierer in Betracht kommen. Eine Verpflichtung von Internalisierern zur Veröffentlichung des Hinweises „verbindliche Kurse für illiquide Aktien auf Anfrage“ könnte diese Schwierigkeit nicht ausräumen.

(3) Mindestanforderungen an die drei Veröffentlichungskanäle

Bei den Detailregelungen zu den drei Veröffentlichungskanälen in Stufe 2 hat die Kommission sowohl nach der Parlaments- als auch der Ratsfassung zu beachten, daß die anderen Marktteilnehmer einen ungehinderten Zugang zu angemessenen wirtschaftlichen Bedingungen erhalten.

³⁸ Dazu sogleich unter (3).

³⁹ Unter c.

⁴⁰ Dazu näher schon IV.1.b.(2).

Hinsichtlich der Veröffentlichung über das System eines geregelten Marktes oder eines alternativen Handelssystems bedeutet dies zunächst, daß diese als Veröffentlichungskanäle nur unter der Voraussetzung zulässig sind, wenn sie einen den Anforderungen des Art. 25 (Parlament) bzw. 27 (Rat) genügenden Zugang bereits gewähren. Andernfalls sind sie als Veröffentlichungskanal untauglich, und zwar ganz unabhängig davon, daß geregelte Märkte und alternative Handelssysteme ihrerseits jeweils einer in den Einzelheiten durchaus unterschiedlich ausgeformten Pflicht zur Pre-Trade-Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit unterliegen⁴¹. Darüber hinaus muß das Veröffentlichungssystem eines geregelten Marktes oder eines alternativen Handelssystems den zugangsberechtigten Marktteilnehmern die Möglichkeit verschaffen, die bindenden Kursofferten des Internalisierers im Veröffentlichungssystem zu akzeptieren. Dem mit der Pre-Trade-Transparenzpflicht verfolgten Anliegen würde nicht genügt, wenn der Internalisierer die Marktteilnehmer darauf verweisen könnte, seine bindenden Kursofferten auf sonstigen Zugangskanälen – email, Telefon oder gar schriftlich – anzunehmen, statt im Veröffentlichungssystem selbst zu handeln.⁴²

c. Beschränkungen des Zugangs zu verbindlichen Kursofferten

Beim sogenannten Zugang zu den verbindlichen Quoten eines Internalisierers geht es in rechtsgeschäftlichen Kategorien um die Abgrenzung des Personenkreises, der Adressat der bindenden Kursofferten eines Internalisierers ist. Dabei stellen sich vor allem drei Fragen:

- Darf der Zugang überhaupt beschränkt werden?
- Was sind zulässige Selektionskriterien, um den Zugang zu beschränken?
- Bei welchen Veröffentlichungsverfahren darf der Zugang anhand der im Grundsatz zulässigen Selektionskriterien beschränkt werden?

(1) Prinzipielle Zulässigkeit von Zugangsbeschränkungen

Hinsichtlich der prinzipiellen Zulässigkeit von Zugangsbeschränkungen stimmen Parlament und Rat überein. Deutlich kommt dies in Art. 25 Abs. 3 Unterabs. 3 der Parlamentsfassung zum Ausdruck. Danach dürfen nämlich Internalisierer auf der Grundlage ihrer eigenen Geschäftspolitik entscheiden, wen sie als Kunden akzeptieren und mit wem sie folglich auf der

⁴¹ Für Einzelheiten s. Artt. 26, 42 Abs. 1 Unterabs. 1 (Parlament) bzw. Artt. 29 I, 44 Abs. 1 Unterabs. 1 (Rat).

⁴² Ganz untauglich erscheint vor diesem Hintergrund die Regelung des Art. 42 Abs. 1 Unterabs. 2 in der Parlamentsversion, wonach geregelte Märkte verpflichtet sind, über ihr eigenes System zur Herstellung von Pre-Trade-Transparenz auch die ihnen von einem Internalisierer nach Art. 25 zugeleiteten verbindlichen Kursofferten zu veröffentlichen.

Basis ihrer verbindlichen Kursofferten handeln. Demgegenüber spricht Art. 27 Abs. 3 in der Fassung des Rates etwas weniger deutlich davon, daß Internalisierer auf der Grundlage ihrer Geschäftspolitik und diskriminierungsfrei über die Investoren entscheiden, denen sie Zugang zu ihren Quotes gewähren.

(2) Zulässige Kriterien einer Zugangsbeschränkung

Zulässige Maßstäbe für eine Zugangsbeschränkung sind nach Art. 25 Abs. 3 in der Version des Parlaments alle „objektiven, nichtdiskriminierenden, wirtschaftlichen Kriterien“. Dies deckt auch eine Zugangsbeschränkung anhand des Gegensatzpaares „Retailkunde/professioneller Anleger“, wie sie der Gemeinsame Standpunkt des Rates in Erwägungsgrund 36 sogar ausdrücklich für zulässig erklärt; allein eine Diskriminierung innerhalb dieser beiden Gruppen von Investoren ist untersagt. Im übrigen illustriert Art. 27 Abs. 3 in der Fassung des Rates die zulässigen geschäftspolitischen Selektionskriterien beispielhaft mit den folgenden drei Punkten: Kreditwürdigkeit des Investors, Counterparty-Risiko und „final settlement“ der Transaktion.

(3) Das Veröffentlichungsverfahren zur Durchführung einer Zugangsbeschränkung

In welchen Fällen der Internalisierer den Zugang im Rahmen der eben genannten Kriterien beschränken darf, ergibt sich für die vom Parlament formulierte Fassung des Richtlinienentwurfs aus Art. 25 Abs. 3 Unterabs. 3 Satz 2. Denn danach ist die Berufung auf diese Selektionskriterien überhaupt nur dann eröffnet, wenn der Internalisierer seine bindenden Kursofferten weder über die Einrichtungen eines geregelten Marktes noch über diejenigen eines multilateralen Handelssystems verfügbar macht. Verwendet er hierfür etwa ein proprietäres e-mail-System, darf er Interessierten den Zugang zu diesem System bzw. den Quoten (nur) aufgrund objektiver, nichtdiskriminierender, wirtschaftlicher Kriterien verweigern. Im Gegenschluß folgt hieraus die Unzulässigkeit von Zugangsbeschränkungen für den Fall, daß der Internalisierer den Weg der Veröffentlichung über die Einrichtungen eines geregelten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems wählt.

Der dahinter stehende Gedanke wird auch für die vom Rat vorgelegte Fassung des Richtlinienentwurfs Geltung beanspruchen können. Wer mit verbindlichen Kursofferten an die Investoröffentlichkeit in ihrer Gesamtheit tritt, muß sich hieran gegenüber dieser Öffentlichkeit auch festhalten lassen, und darf sich nicht darauf zurückziehen, daß er mit seinem Angebot gleichwohl nur einen ausgewählten Kundenkreis adressiert hat. Sähe man dies ge-

genteilig⁴³, würde man die Bestimmung in ein Instrument zur Förderung der Pre-Trade-Intransparenz umfunktionieren. Daher muß es auch für die Version des Rates dabei bewenden, daß Zugangsbeschränkungen im Grundsatz ausscheiden, wenn der Internalisierer eine Veröffentlichung über die Einrichtungen eines geregelten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems vornimmt.

d. Rücknahme von veröffentlichten Kursofferten

Internalisierer werden durch die veröffentlichten bindenden Kursofferten nicht unbegrenzt gebunden. Vielmehr endet diese Bindungswirkung selbstverständlich mit Veröffentlichung der jeweiligen nächsten Kursofferte. In den Kategorien der Rechtsgeschäftslehre handelt es sich bei den Pflichtquotes um einen Antrag ad incertas personas,⁴⁴ der mit der Veröffentlichung der neuen Quotes erlischt (s. §§ 145, 146 BGB).

Die Version des Rates bestimmt darüber hinaus ausdrücklich, daß Internalisierer ihre Quotes bei außergewöhnlichen Marktbedingungen zurückziehen dürfen (Art. 27 Abs. 2 Unterabs. 1); die nähere Festlegung der Kriterien für eine außergewöhnliche Marktsituation obliegt der Kommission in Stufe 2 (Art. 27 Abs. 4 Unterabs. 2 lit. d). Demgegenüber erschließt sich die eingeschränkte Bindung der Internalisierer in der Fassung des Parlaments erst auf den zweiten Blick. Sie ergibt sich aus der Einschränkung, die Art. 25 Abs. 1 Unterabs. 2 im letzten Halbsatz vorsieht: Die grundsätzliche Verpflichtung der Internalisierer zum Handel mit den Kunden auf der Basis der veröffentlichten Pflichtquotes steht danach unter dem Vorbehalt legitimer wirtschaftlicher Überlegungen („except where justified by legitimate commercial considerations“). Anders gewendet entfällt die Bindung eines Internalisierers an seine veröffentlichten Kauf- oder Verkaufsangebote für den Fall, daß er berechtigte wirtschaftliche Überlegungen geltend machen kann. Der Vorbehalt ist in den Kategorien der Rechtsgeschäftslehre folglich dahin zu verstehen, daß einem Internalisierer ein an bestimmte Voraussetzungen geknüpftes Widerrufsrecht zukommt, und er stimmt damit in rechtstechnischer Hinsicht mit der Lösung des Rates überein.

Bei den materiellen Voraussetzungen des jeweiligen Widerrufsrechts liegen Parlament und Rat weit auseinander. Der Rat stellt bei seiner Formulierung den Marktgedanken in den Vordergrund, das Parlament die wirtschaftlichen Interessen der Internalisierer. Nach der Konzeption der Richtlinie, die das von einem systematischen Internalisierer zu betreibende Kont-

⁴³ Für diesen Fall sollte der deutsche Gesetzgeber die Anwendung des § 663 BGB auf die Pflichtquotes von Internalisierern jedenfalls vorsorglich ausschließen.

⁴⁴ Schon oben unter III.1.a.(1).

rahentensystem mit bindender Kursstellung als Alternative zu den Ausführungssystemen „ge-
regelter Markt“ bzw. „multilaterales Handelssystem“ begreift, ist der am Marktgedanken ori-
entiertere restriktivere Definitionsansatz des Rates konsequent. Andererseits gilt: gravierende
Marktstörungen können auch auf geregelten Märkten zur Aussetzung oder gar Einstellung des
Handels führen, und eine strengere Behandlung systematischer Internalisierer ist insoweit auf
keinen Fall angezeigt.

e. Preisverbesserung bei der Ausführung von Kundenordern

Beim sogenannten price improvement schließlich, also der internen Durchführung von Kun-
denordern zu einem Preis, der für den Kunden günstiger ist als der veröffentlichte Ankaufs-
oder Verkaufskurs, liegen die Positionen von Parlament und Rat ebenfalls weit auseinander.
Das Parlament will dies ohne Einschränkung sowohl für Retailkunden als auch professionelle
Kunden zulassen (Art. 25 Abs. 1 Unterabs. 2). Demgegenüber will der Rat diese Möglichkeit
im Verhältnis zu Retailkunden völlig ausschließen und auch gegenüber professionellen Kun-
den nur mit substantiellen, hier nicht im einzelnen zu detaillierenden Einschränkungen zulas-
sen (s. Art. 27 Abs. 2 Unterabs. 3-5). Ein Grund für diese restriktive Haltung des Rates
scheint die Befürchtung mancher Mitgliedstaaten zu sein, daß ein unbegrenztes „price im-
provement“ die Transparenz im Bereich der Internalisierung völlig aushöhle und das Vertrau-
en den Investoren in den Markt unterminierte.

Wenn in diesem Zusammenhang mit Transparenzverlust gemeint sein sollte, daß sys-
tematische Internalisierer gegenüber ihren Kunden nicht marktkonforme „Mondpreise“ als
verbindliche Kursofferten stellen werden, steht dem allerdings schon entgegen, daß auch das
Parlament qualitative Anforderungen an die Quotes stellen will: Diese müssen jedenfalls im
Großen und Ganzen den allgemeinen Marktbedingungen entsprechen („generally representa-
tive of overall market conditions“; Art. 25 Abs. 3 Unterabs. 2 lit. b).

Hinzu kommt im Falle der Retailkunden das Erfordernis des Art. 19, für die Ausfüh-
rung von Retailordern eine best execution- Ausführungsstrategie zu formulieren und umzu-
setzen. Beim systematischen Stellen von nicht marktkonformen Mondpreisen müßte eine a-
däquat formulierte best execution-Ausführungsstrategie zur Folge haben, daß das Wertpapier-
haus seine Kundenordern regelmäßig nicht intern, sondern am Markt über andere Ausfüh-
rungswege auszuführen hat. Vor dem Hintergrund einer adäquaten best execution-Ausfüh-
rungsstrategie hätte das Stellen von Mondpreisen mit anderen Worten zur Folge, daß das
Wertpapierhaus sich der Möglichkeit zur Internalisierung von Retailordern tendenziell selbst
berauben würde. Im übrigen ist für den Retailbereich auch gar nicht zu erwarten, daß Retail-

kunden in nennenswerter Zahl über den Ausführungspreis zu verhandeln suchen, oder daß sie gegenüber dem Internalisierer über hinreichende Verhandlungsmacht verfügen, um diesen zu Preiszugeständnissen zu bewegen.

In letzterem Punkt stellen sich die Dinge für den Bereich der professionellen Kunden zwar vielfach anders dar. Zugleich sind diese Kunden regelmäßig derart professionell und verhandlungsstark, daß sie ihre Interessen in bilateralen Verhandlungen mit dem Internalisierer sachgerecht wahrzunehmen und durchzusetzen vermögen. Auch insoweit erscheinen Einschränkungen in der Zulässigkeit des „price improvement“, wie sie der Rat vornehmen möchte, nicht veranlaßt.

V. Schlußbemerkungen

Beenden möchte ich meine Überlegungen mit einer ganz knappen Bewertung. Nach Einschätzung von Theresa Villiers als der Berichterstatterin des Europäischen Parlaments für den Vorschlag für eine Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte sind die vom Rat bei der Pre-Trade-Transparenz von systematischen Internalisierern vorgenommenen Ergänzungen „very difficult to understand and ... open to widely differing interpretations“. Dem ist nichts hinzuzufügen - sieht man einmal von der davon ab, daß die Vorschrift in der Version des Parlaments ebenfalls gravierende inhaltliche Unklarheiten und sogar regelungstechnische Unsinnigkeiten aufweist. Merkwürdig unklar bleibt etwa die Frage, ob das Parlament ebenso wie der Rat die systematischen Internalisierer tatsächlich dazu verpflichten möchte, über die Stellung verbindlicher Kurse hinaus auch bindende Angebote gegenüber den Marktteilnehmern abzugeben. Grad. Geradezu sinnentleerend wirkt seine Definition der systematischen Internalisierung dahingehend, daß ein Wertpapierhaus bereits dann keine systematische Internalisierung betreibt, wenn die bilaterale Ausführung von Kundenordern entweder unter den Regeln eines geregelten Marktes bzw. alternativen Handelssystems oder (!) unter Nutzung deren technischer Systeme erfolgt. Sollte diese Definition in die endgültig verabschiedete Richtlinie Eingang finden, hätten die Internalisierungsanhänger, sportlich gesprochen, vermittels des Berichts an das Europäische Parlament einen KO-Sieg gelandet und die Pre-Trade-Transparenz für systematischer Internalisierer in den Bereich der praktischen Irrelevanz verabschiedet.

Anhang

Art. 25 in der Fassung des Vorschlags der Kommission:

Article 25

Obligation for investment firms to make public firm bid and offers

1. Member States shall require any investment firm authorised to deal on own account to make public a firm bid and offer price for transactions of a size customarily undertaken by a retail investor in respect of shares in which it is dealing, and where those shares are admitted to trading on a regulated market and for which there is a liquid market.

Member States shall require that the investment firms referred to in the first subparagraph trade with other investment firms and eligible counterparties at the advertised prices, except where justified by legitimate commercial considerations related to the final settlement of the transaction.

2. Member States shall provide that the obligation set out in paragraph 1 is waived in respect of investment firms which do not represent an important provider of liquidity for the share(s) in question on a regular or continuous basis.
3. Member States shall ensure that the bid and offer prices required under paragraph 1 are made public in a manner which is easily accessible to other market participants, free of charge, on a regular and continuous basis during normal trading hours.

The competent authority shall verify that published quotes reflect prevailing market conditions for that share, and that the investment firm regularly updates the bid and offer prices that it makes public pursuant to paragraph 1.

4. In order to ensure the uniform application of paragraphs 1, 2 and 3, in a manner which supports the efficient valuation of shares and maximises the possibility of investment firms to obtain the best deal for their clients, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 59(2), adopt implementing measures which:
 - (a) specify the size of transactions customarily undertaken by a retail investor in respect of which the investment firm shall make public firm bid and offer prices;
 - (b) define the shares or classes of share for which there is sufficient liquidity to allow application of the obligation under paragraph 1;
 - (c) determine which types of investment firms shall be exempted, pursuant to paragraph 2, from the obligation under paragraph 1;
 - (d) specify the means by which investment firms may comply with their obligations under paragraph 3, which shall include the following possibilities:
 - (i) through the facilities of any regulated market which has admitted the instrument in question to trading;
 - (ii) through the offices of a third party;
 - (iii) through proprietary arrangements.

Artikel 25

Verpflichtung von Wertpapierhäusern, gehandelte Aktienkurse offen zu legen

- (1) Mitgliedstaaten schreiben vor, dass jedes Wertpapierhaus, das auf eigene Rechnung handelt, für Transaktionen in üblicherweise von Kleinanlegern getätigtem Umfang einen verbindlichen Geld- und Briefkurs offen legt. Diese Verpflichtung betrifft Aktien, mit denen das Wertpapierhaus handelt, und insoweit diese Aktien zum Handel an regulierten Märkten zugelassen sind und es für sie einen liquiden Markt gibt.
Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierhäuser, wie im ersten Unterabschnitt beschrieben, mit anderen Investmenthäusern und anderen in Frage kommenden Gegenparteien zu den ausgeschriebenen Bedingungen handeln, außer wenn legitime wirtschaftliche Überlegungen dagegen sprechen.
- (2) Mitgliedstaaten sehen vor, dass Wertpapierhäuser, die nicht regelmäßig und auf kontinuierlicher Basis in wesentlichem Umfang Liquidität für die besagten Aktien bereitstellen, von der in Absatz 1 genannten Verpflichtung ausgenommen sind.
- (3) Mitgliedstaaten schreiben vor, dass diese Kurse in einer Weise bekannt gemacht werden, die für andere Marktteilnehmer leicht, kostenlos und in regelmäßiger und auf kontinuierlicher Weise während der üblichen Handelszeiten zugänglich sind.
Die zuständige Behörde überprüft, dass die veröffentlichten Kurse die tatsächlichen Marktbedingungen für diese Aktien wiedergeben, und dass das Wertpapierhaus die Geld- und Briefkurse, die es gemäß Absatz 1 veröffentlicht, regelmäßig auf den neuesten Stand bringt.
- (4) Um die einheitliche Anwendung der Absätze 1 bis 3 sicherzustellen, die eine effiziente Bewertung der Aktien unterstützt und es den Händlern ermöglicht, für ihre Kunden die beste Geschäftsmöglichkeit zu erreichen, erlässt die Kommission nach dem in Artikel 59(2) bezeichneten Verfahren Durchführungsmaßnahmen, in denen festgelegt wird:
 - (a) Die Größe der Transaktionen, die üblicherweise von Kleinanlegern getätigt werden und für die das Wertpapierhaus einen verbindlichen beidseitigen Kurs veröffentlichen soll.
 - (b) Die Definition der Aktien oder Aktiengruppen, für die es genügend Liquidität gibt, die die Anwendung dieser Vorschrift erlaubt.
 - (c) Die Festlegung der Wertpapierhäuser, für die die Ausnahmeregelung gemäß Paragraph 2 gelten soll.
 - (d) Die Mittel spezifizieren, mittels deren Wertpapierhäuser ihren Verpflichtungen gemäß Absatz 3 nachkommen können, dazu auch die folgenden Möglichkeiten:
 - (i) über die zuständigen Stellen eines jeden geregelten Marktes, auf den das besagte Instrument zum Handel zugelassen ist;
 - (ii) über die zuständigen Stellen eines Dritten
 - (iii) eigene Vorkehrungen.

Art. 25 in der Fassung der Stellungnahme des Europäischen Parlaments:

Article 25

Obligation for investment firms to make public firm bid and offers

1. Member States shall require investment firms which practise systematic internalisation in shares to make public a firm bid and offer quotes for transactions of a standard market size in those shares, where those shares are admitted to trading on a regulated market and for which there is a liquid market.

Member States shall require that the investment firms referred to in the first subparagraph trade with their systematic internalisation clients at a price equal to or better than that quoted, except where justified by legitimate commercial considerations.

2. Member States shall provide that the obligation set out in paragraph 1 is waived in respect of investment firms whose systematic internalisation does not represent an important provision of liquidity for the share(s) in question on a regular or continuous basis.
3. Member States shall ensure that the bid and offer prices required under paragraph 1 are made public in a manner which is easily accessible to other market participants on reasonable commercial terms, on a regular and continuous basis during normal trading hours.

The competent authorities shall:

- (a) verify whether investment firms fulfill the criteria laid down in Article 3(1)(24);
- (b) monitor whether the investment firms regularly update the bid and offer prices published in accordance with paragraph 1 and maintain prices which are generally representative of overall market conditions.

Investment firms are permitted to decide, on the basis of their own commercial policies, which persons they accept as clients and consequently with whom they deal on their prices quoted under paragraph 1. However, Member States shall require that the investment firms subject to the obligation under paragraph 1, which do not exercise their option under paragraph 4, point (e)(i) of providing their quotes through the facilities of a regulated market or MTF, have clear standards for governing access for new systematic internalisation clients, based on objective non-discriminatory, commercial criteria.

4. In order to ensure the uniform application of paragraphs 1, 2 and 3, in a manner which supports the efficient valuation of shares and maximises the possibility of investment firms to obtain the best deal for their clients, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 60(2), adopt implementing measures which:
 - (a) specify what is a transaction of a standard market size in respect of which the investment firm shall make public firm bid and offer quotes, having regard to at least the following factors and with the aim of ensuring transparent, competitive and liquid markets:

- (i) prevailing local market conditions and practices and respective trading volumes in different Member States and the views of local competent authorities;
 - (ii) the effect on liquidity, competition, price formation and the general functioning of the market in different Member States;
 - (iii) the risks to which the obligation under paragraph 1 exposes firms, including associated obligations and risks regulated under the Capital Adequacy Directives;
- (b) specify what is an order of standard market size for the purposes of Article 3(1)(24). The Commission shall take into account the aim and factors referred to in point (a)(i) to (iii) but shall not be obliged to adopt the same specification or definition of standard market size for the purposes of Article 3(1)(24) and Article 25(1) and may, if it considers this to be appropriate, adopt a different approach to the term in the two different contexts;
 - (c) define the shares or classes of share for which there is sufficient liquidity to allow application of the obligation under paragraph 1;
 - (d) determine which types of investment firms shall be exempted, pursuant to paragraph 2, from the obligation under paragraph 1;
 - (e) specify the means whereby investment firms may comply with their obligations under paragraph 1. These shall include the following possibilities:
 - (i) through the facilities of any regulated market which has admitted the instrument in question to trading;
 - (ii) through the offices of a third party;
 - (iii) through proprietary arrangements.

Artikel 25

Verpflichtung von Wertpapierhäusern, gehandelte Aktienkurse offen zu legen

- (1) Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierhäuser, die eine systematische Internalisierung von Aktien betreiben, für Transaktionen in standardmäßigen Marktvolumen einen verbindlichen Geld- und Briefkurs offen legen. Diese Verpflichtung betrifft Aktien, die zum Handel an regulierten Märkten zugelassen sind und für die es einen liquiden Markt gibt..

Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass die in Unterabsatz 1 genannten Wertpapierhäuser mit ihren Kunden, mit denen sie eine systematische Internalisierung betreiben, zu dem ausgeschriebenen oder einem günstigeren Kurs handeln, außer wenn legitime wirtschaftliche Überlegungen dagegen sprechen.
- (2) Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass Wertpapierhäuser, die durch ihre systematische Internalisierung nicht regelmäßig und auf kontinuierlicher Basis in wesentlichem Umfang Liquidität für die besagten Aktien bereitstellen, von der in Absatz 1 genannten Verpflichtung ausgenommen sind.

- (3) Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass diese Kurse in einer Weise bekannt gemacht werden, die für andere Marktteilnehmer leicht, zu vernünftigen kommerziellen Bedingungen und in regelmäßiger und kontinuierlicher Weise während der üblichen Handelszeiten zugänglich sind.

Die zuständige Behörden:

- a) überprüfen, ob die Wertpapierhäuser die in Artikel 3 Absatz 1 Nummer 24 genannten Kriterien erfüllen;
- (b)überwachen, ob die Wertpapierhäuser die Geld- und Briefkurse, die sie gemäß Absatz 1 veröffentlichen, regelmäßig auf den neuesten Stand bringen und Kurse anbieten, die im Großen und Ganzen den allgemeinen Marktbedingungen entsprechen.

Die Wertpapierhäuser können auf der Grundlage ihrer Geschäftspolitiken entscheiden, wen sie als Kunden akzeptieren und mit wem sie folglich zu den gemäß Absatz 1 veröffentlichten Kursen handeln. Die Mitgliedstaaten legen jedoch fest, dass die Wertpapierhäuser, die der Veröffentlichung gemäß Absatz 1 unterliegen und die nicht von der in Absatz 4 Buchstabe e Ziffer 1 genannten Option, ihren Kurs über die Einrichtungen eines geregelten Marktes oder MTF offen zu legen, Gebrauch machen, über klare Standards betreffend den Zugang für neue Kunden zur systematischen Internalisierung verfügen, die auf objektiven, nichtdiskriminierenden und kommerziellen Kriterien basieren.

- (4) Um die einheitliche Anwendung der Absätze 1 bis 3 sicherzustellen, die eine effiziente Bewertung der Aktien unterstützt und es den Händlern ermöglicht, für ihre Kunden die beste Geschäftsmöglichkeit zu erreichen, erlässt die Kommission nach dem in Artikel 60(2) bezeichneten Verfahren Durchführungsmaßnahmen, in denen festgelegt wird:
- (a) Die Größe einer Transaktionen von standardmäßiger Marktgröße, für die das Wertpapierhaus einen verbindlichen beidseitigen Kurs veröffentlichen soll, wobei zumindest folgende Faktoren zu berücksichtigen sind, sowie das Ziel der Gewährleistung transparenter, wettbewerbsgeprägter und liquider Märkte zu verfolgen ist:
 - (i) die tatsächlichen lokalen Marktbedingungen und –praktiken und die entsprechenden Handelsvolumen in den verschiedenen Mitgliedstaaten sowie die Haltung der zuständigen lokalen Behörden;
 - (ii) die Auswirkungen auf Liquidität, Wettbewerb, Kursbildung und das allgemeine Funktionieren der Märkte in den verschiedenen Mitgliedstaaten;
 - (iii) die Risiken, denen die Wertpapierhäuser aufgrund der Verpflichtungen gemäß Absatz 1 ausgesetzt sind, einschließlich damit verbundener Verpflichtungen und Risiken, die nach den Richtlinien über die Eigenkapitalanforderungen geregelt sind.
 - (b) Die Größe, die ein Auftrag haben muss, um gemäß Artikel 3 Absatz 2 Nummer 24 die standardmäßige Mindestgröße aufzuweisen. Die Kommission berücksichtigt die unter Buchstabe a angeführte Zielsetzung und die in den Ziffern i) bis iii) genannten Faktoren; sie ist jedoch nicht verpflichtet, zu Zwecken des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 24 und zu Zwecken des Artikels 25 Absatz 1 dieselbe Spezifikation oder Begriffsbestimmung für die standardmäßige Marktgröße zu übernehmen und kann, wenn sie dies als angemessen betrachtet, in

den beiden verschiedenen Kontexten einen unterschiedlichen Ansatz zu diesem Begriff wählen.

- (c) Die Definition der Aktien oder Aktiengruppen, für die es genügend Liquidität gibt, die die Anwendung dieser Vorschrift erlaubt.
- (d) Die Festlegung der Wertpapierhäuser, für die die Ausnahmeregelung gemäß Paragraph 2 gelten soll.
- (e) Die Mittel spezifizieren, mittels deren Wertpapierhäuser ihren Verpflichtungen gemäß Absatz 1 nachkommen können. Dazu zählen auch die folgenden Möglichkeiten:
 - (i) über die zuständigen Stellen eines jeden geregelten Marktes, auf den das besagte Instrument zum Handel zugelassen ist;
 - (ii) über die zuständigen Stellen eines Dritte
 - (iii) eigene Vorkehrungen.

Art. 27 in der Fassung des Gemeinsamen Standpunktes des Europäischen Rates:

Article 27

Obligation for investment firms to make public firmquotes

1. Member States shall require systematic internalisers to publish a firm quote in those shares admitted to trading on a regulated market and for which they want to trade.

The quote shall include a firm bid and/or offer price or prices as well as the size or sizes attached to those price or prices. It shall also reflect the prevailing market conditions for that share.

The obligation referred to in the first subparagraph shall not apply to transactions of a size which is large in scale compared to the normal market size.

In case of shares for which there is not a liquid market, systematic internalisers shall disclose quotes to their clients on request.

2. Systematic internalisers shall make public their quotes on a regular and continuous basis during normal trading hours. They shall be entitled to update their quotes. They shall also be allowed, under exceptional market conditions, to withdraw their quotes.

The quote shall be made public in a manner which is easily accessible to other market participants on a reasonable commercial basis.

Systematic internalisers shall execute the orders they receive from their retail clients at the quoted prices.

Systematic internalisers shall execute the orders they receive from their professional clients at the quoted price. However, they may execute those orders at a better price in justified cases

provided that this price falls within a public range close to market conditions and provided that the orders are of a size bigger than the size customarily undertaken by a retail investor.

Furthermore, systematic internalisers may execute orders they receive from their professional clients at prices different than their quoted ones without having to comply with the conditions established in the fourth subparagraph, in respect of transactions where execution in several securities is part of one transaction or in respect of orders that are subject to conditions other than price.

3. Systematic internalisers shall be allowed to decide, on the basis of their commercial policy and in a non discriminatory way, the investors to whom they give access to their quotes. Investment firms may refuse to enter into or discontinue business relationships with investors on the basis of commercial considerations such as the investor credit status, the counterparty risk and the final settlement of the transaction.

4. In order to limit the risk of being exposed to multiple transactions from the same client systematic internalisers shall be allowed to limit in a non-discriminatory way the number of transactions from that same client which they undertake to enter at the published conditions.

5. In order to ensure the uniform application of paragraphs 1 to 4, in a manner which supports the efficient valuation of shares and maximises the possibility of investment firms of obtaining the best deal for their clients, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), adopt implementing measures which:

- (a) specify the criteria for application of paragraph 1 and, in particular, for determining when a size of a transaction is large in scale compared to normal market size, when a quote reflects current market conditions and when there is an illiquid market on specific shares;
- (b) specify the criteria for application of paragraph 2, with the exception of the fourth subparagraph and, in particular, the means by which investment firms may comply with their obligation to make public their quotes, which shall include the following possibilities:
 - (i) through the facilities of any regulated market which has admitted the instrument in question to trading;
 - (ii) through the offices of a third party;
 - (iii) through proprietary arrangements;
- (c) specify the criteria for application of paragraph 3;
- (d) specify the criteria under which the quotes can be withdrawn;
- (e) by way of derogation from point (b), specify the criteria for determining what is a size customarily undertaken by a retail investor.