



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

„Der systematische Internalisierer“

Dissertation vorgelegt von Florian Millner

Erstgutachter: Prof. Dr. Dres. h.c. Werner F. Ebke

Zweitgutachter: Prof. Dr. Thomas Lobinger

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

Einleitung

Das Werk nimmt die Überarbeitung der Vorschriften über systematische Internalisierer durch die Reform der MiFID I zum Anlass, dieses Regelungsmodell umfassend zu untersuchen. Systematische Internalisierer waren zu Beginn der Arbeit an dieser Dissertation im Jahr 2016 praktisch bedeutungslos und wurden in der Literatur kaum behandelt.

Im ersten Teil des Werkes wird der Grundstein für die weitere Untersuchung gelegt. Zunächst werden die verschiedenen Erscheinungsformen des internalisierten Wertpapierhandels skizziert. Zudem gilt es, die historischen Hintergründe der Internalisierung sowie die Motivation der internalisierenden Wertpapierfirmen auszumachen. Abschließend wird die Konzeption der europäischen Kapitalmarktregulierung im Überblick dargestellt. Der zweite Teil widmet sich, darauf aufbauend, der Auslegung der Definition des systematischen Internalisierers. Die Untersuchung ist eingebettet in die chronologische Entwicklung des Regelungsmodells in den europäischen Rechtsakten und den jeweiligen Umsetzungsgesetzen. Im dritten Teil werden die Pflichten des systematischen Internalisierers eingehend analysiert. Im Mittelpunkt der Untersuchung stehen die internalisierungsspezifischen Transparenzvorschriften. Um ihre Reichweite im Einzelfall zu bestimmen und auch Detailfragen zweifelsfrei beantworten zu können, ist es zunächst erforderlich, den Zweck und die Funktionsweise von Handelstransparenz herauszuarbeiten. Die Wirkungsweise mancher Elemente der Pflichten kristallisiert sich erst im Bewusstsein um die Gefahren übermäßiger Transparenz heraus. Daher soll vorab ebenfalls der Frage nachgegangen werden, welche Risiken Handelstransparenz für den systematischen Internalisierer und die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte birgt. Im Anschluss werden die Vor- und Nachhandelstransparenzpflichten ausgelegt, sowohl für den internalisierten Handel mit Eigenkapitalinstrumenten und eigenkapitalähnlichen Finanzinstrumenten als auch für die Internalisierung von Aufträgen über Nichteigenkapitalinstrumente. Ebenfalls beleuchtet werden die Neuregelung der Wohlverhaltensregeln für Wertpapierfirmen in der MiFID II und ihre Umsetzung im deutschen Recht. Die Untersuchung beschränkt sich dabei auf die Pflichten, welche die Tätigkeit des systematischen Internalisierers berühren. Die neuen Aufzeichnungs- und Meldepflichten werden abschließend ebenfalls nicht außer Acht gelassen. Der vierte Teil untersucht, welche Sanktionen und Haftungen den Internalisierer treffen können, wenn er seine Pflichten nicht erfüllt. Von besonderer Relevanz ist die Frage nach zivilrechtlichen Schadensersatzansprüchen einzelner Anleger bei Verstößen gegen die Wohlverhaltenspflichten. Zum Abschluss jedes Teils werden die gewonnenen Ergebnisse zusammengefasst. Am Ende der Arbeit werden die Vorschriften über den systematischen Internalisierer abschließend bewertet.

Erster Teil: Grundlegung

Der Begriff Internalisierung bezeichnet bilateralen Handel. Damit kann sowohl das Ausführen von Kundenaufträgen gegen Eigenbestände, als auch das Ausgleichen von Kundenaufträgen mit gegenläufigen Orders gemeint sein. Teilweise wird auch das Weiterleiten von Kundenaufträgen Internalisierung genannt. Internalisierter Wertpapierhandel kann also viele

Gesichter haben: Von dem großvolumigen Derivatengeschäft zwischen zwei Kreditinstituten bis hin zum tausendfachen Ausgleichen von Kundenaufträgen innerhalb eines von einem einzelnen Unternehmen eingerichteten Systems. Eine einheitliche Definition gibt es nicht. Um ein grundlegendes Verständnis von Internalisierung zu schaffen, legt sich die Arbeit auf folgende Definition fest:

„Internalisierung ist das Ausführen von Kundenaufträgen über den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten im eigenen Haus.“

Internalisierter Wertpapierhandel ist auch innerhalb eines geregelten Marktes grundsätzlich möglich. In der Regel findet Internalisierung jedoch außerhalb von Börsen statt. Eine Hauptmotivation von Wertpapierfirmen für die Internalisierung von Aufträgen liegt daher in der Kostenersparnis. Ferner werden die Preise beim außerbörslichen Handel nicht durch das börsentypische Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage bestimmt. Daher spekulieren Internalisierer auf einen für sie günstigen Spread. Durch die außerbörsliche Auftragsausführung können Unternehmen Börsengebühren sparen sowie Market-Impact-Costs entgegenwirken. Zudem ist es außerhalb der Börse möglich, mit innovativen, nicht standardisierten Finanzprodukten zu handeln.

Die Arbeit kommt zum Abschluss dieses Teils ferner zu dem Ergebnis, dass der europäischen Kapitalmarktregulierung eine klare Konzeption zu Grunde liegt. Der Vorwurf der Konzeptlosigkeit ist dem europäischen Gesetzgeber damit nicht (mehr) zu machen. Die Finanzstabilität ist allerdings kein eigenständiges kapitalmarktrechtliches Regelungsziel, sondern vielmehr Teil des Ziels, die institutionelle Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte herzustellen und zu sichern.

Zweiter Teil: Definition

Die Normen und Standards, die unter dem Begriff des Kapitalmarktrechts zusammengefasst werden, sind einem stetigen Wandel unterworfen. Die Rechtsfigur des systematischen Internalisierers bildet hier keine Ausnahme. Sie hat in ihrer vergleichsweise jungen Geschichte eine dynamische Entwicklung erfahren, die in diesem Teil der Arbeit nachgezeichnet wird, um so der gegenwärtigen Definition des systematischen Internalisierers in ihrer Bedeutung und Reichweite feste Konturen zu verleihen.

I. MiFID I

Die Regelungen zur systematischen Internalisierung zählten zu den umstrittensten Themen im Rahmen der Entwicklung der MiFID I. In der Diskussion fanden die unterschiedlichen Vorstellungen der Mitgliedstaaten über die Regulierung des Wertpapierhandels ihren Ausdruck. Vertreter von Mitgliedstaaten, die einen Börsenvorrang vorsahen, setzten sich für eine restriktivere Regulierung ein oder wollten internalisierten Wertpapierhandel gar unterbinden. Demgegenüber befürworteten Mitgliedsstaaten ohne Konzentrationsregel eine liberale Regelung.

Die Debatte mündete in einem Kompromiss, der zu einer unklaren Definition der systematischen Internalisierung nach MiFID I führte. Unsicherheiten bestanden insbesondere im Hinblick auf die Merkmale „organisiert, systematisch und regelmäßig“.

Infolgedessen entwickelte sich das Modell „systematischer Internalisierer“ im Geltungszeitraum der MiFID I zu einem Misserfolg. Der Grund hierfür liegt nach Ansicht des Verfassers zum einen in der Ungenauigkeit der Definition und zum anderen möglicherweise in einem Schlupfloch aufgrund des Merkmals „nach nichtdiskretionären Regeln und Verfahren“.

II. MiFID II/MiFIR

Die Arbeit widmet sich sodann der Definition des systematischen Internalisierers nach der MiFID II. Abermals wird die Definition anhand einer historischen Betrachtung greifbar gemacht.

Die Entwicklungsgeschichte der systematischen Internalisierung nach MiFID II war von dem Bemühen geprägt, die Defizite der Definition zu beseitigen. Daneben flammte der Konflikt zwischen kontinentaleuropäischen Mitgliedstaaten und Großbritannien wieder auf. Die Arbeit kommt zu dem Ergebnis, dass die wesentlichen Eigenheiten des Regelungsmodells des systematischen Internalisierers bereits durch die MiFID I bestimmt wurden. Seine Definition hat durch die MiFID II eine Feinjustierung erfahren. Die wichtigsten Änderungen betreffen die Genauigkeit der Definition. Bedeutsam ist vor allem die Einführung quantitativer Merkmale, die schon während der Entwicklung der MiFID I gefordert wurde. Dadurch wurden der Definition wesentlich schärfere Konturen verliehen. Überdies wurde das Schlupfloch des Merkmals „nach nichtdiskretionären Regeln und Verfahren“ beseitigt. Die Reichweite der Definition wurde ebenfalls erhöht. Im Geltungszeitraum der MiFID I beschränkte sie sich faktisch auf den Aktienhandel. Nunmehr wird auch der Handel mit anderen Eigenkapitalinstrumenten und eigenkapitalähnlichen Finanzinstrumenten sowie mit Nichteigenkapitalinstrumenten erfasst.

Die gegenwärtige Definition der systematischen Internalisierung bildet allerdings weiterhin nur einen Ausschnitt der vielfältigen Formen des internalisierten Wertpapierhandels ab. Systematische Internalisierer handeln gegen den eigenen Bestand. Es wird nur Internalisierung außerhalb eines Handelsplatzes sowie MTF und OTF erfasst. Das Betreiben von Crossing-Systemen – auch Matching, Matched Principal Trading oder BCN genannt – ist grundsätzlich keine systematische Internalisierung. Denn diese Handelsformen setzen multilaterale Systeme voraus. Allerdings ist es systematischen Internalisierern gestattet, gelegentlich Kundenaufträge zu crossen.

Durch die MiFID II wurden neue Schlupflöcher geschaffen, die es den Betreibern von Crossing-Systemen ermöglichten, von der Definition des systematischen Internalisierers umfasst zu werden. Zwar machte der Handel über systematische Internalisierer am 3. Januar 2018 bereits 17 % des Handelsvolumens aus. Der plötzliche Anstieg könnte aber auf einen Missbrauch des Regelungsmodells durch die Betreiber von Crossing-Systemen zurückzuführen sein. Der damalige Marktanteil der systematischen Internalisierung spiegelte somit möglicherweise nicht die Realität wider. Durch Einführung des neuen Art. 17a MiFIR im Jahr 2020 wurden

systematische Internalisierer allerdings dem Tick-Size-Regime unterworfen. Dadurch konnte ein Anreiz zum Missbrauch des Regelungsmodells beseitigt werden.

Dritter Teil: Pflichten

Der dritte Teil der Arbeit untersucht die Pflichten des systematischen Internalisierers. Die Analyse beleuchtet die sich nunmehr aus der MiFIR ergebenden Transparenzpflichten des systematischen Internalisierers sowie die Wohlverhaltenspflichten der MiFID II, die durch das 2. FiMaNoG in den §§ 63 ff. WpHG umgesetzt wurden. Die neuen Melde- und Aufzeichnungspflichten der Art. 24 ff. MiFIR werden abschließend ebenfalls dargestellt. Wie bereits eingangs erwähnt liegt der Schwerpunkt der Untersuchung auf den Vorhandelstransparenzpflichten des systematischen Internalisierers.

I. Zweck, Risiken und Systematik der Transparenzpflichten

Um der Untersuchung den Weg zu ebnen, widmet sich die Arbeit zunächst der Frage nach dem Zweck der Transparenzpflichten. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass Vorhandelstransparenz die negativen Folgen einer Fragmentierung des Auftragsstroms abwenden soll. Die Herstellung von Transparenz dient dem europäischen Gesetzgeber somit als Präventionsstrategie zur Sicherung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte. Mit Hilfe der Transparenzpflichten sollen die Vorteile des Wettbewerbs der Ausführungsplätze genutzt werden, ohne Einbußen der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte hinnehmen zu müssen. Übermäßige Transparenz birgt allerdings auch Risiken, und zwar sowohl für Internalisierer als auch für die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte.

Im Vergleich zur MiFID I hat sich die Komplexität der Transparenzpflichten erheblich erhöht. Es wurden weitaus mehr Durchführungsrechtsakte erlassen. Hinzu kam Zeitdruck, sodass ein unübersichtliches, teilweise unstimmliges Regelungsregime entstanden ist.

II. Transparenzpflichten für den Handel mit Eigenkapitalinstrumenten

Sodann analysiert die Arbeit die Transparenzpflichten des systematischen Internalisierers für den Handel mit Eigenkapitalinstrumenten. Zu unterscheiden ist zwischen Vorhandels- und Nachhandelstransparenzpflichten.

Wie auch unter MiFID I sind systematische Internalisierer im Rahmen ihrer Vorhandelstransparenzpflichten verpflichtet, verbindliche Kursofferten für liquide Eigenkapitalinstrumente zu veröffentlichen. Die Veröffentlichungspflicht beschränkt sich auf Aufträge bis zur Standardmarktgröße. Die nur scheinbar tautologische Formulierung des betreffenden Art. 14 Abs. 2 MiFIR entzieht einer missbräuchlichen Interpretation dieser Ausnahme von vornherein den Boden. Die Ausdehnung der Veröffentlichungspflicht auf weitere Eigenkapitalinstrumente und eigenkapitalähnliche Finanzinstrumente ist sinnvoll und gelungen.

Nach den Ergebnissen dieser Arbeit besteht die Veröffentlichungspflicht für den Handel mit illiquiden Eigenkapitalinstrumenten allerdings nur in abgeschwächter Form. Systematische Internalisierer sind lediglich verpflichtet, ihren Kunden auf Anfrage Kursofferten zu offenbaren; Inhaltlich unterliegen die Kursofferten allerdings einheitlichen Vorgaben. Lobenswert ist die neu eingeführte Mindestoffertengröße: Durch sie wurde in den Vorhandelstransparenzpflichten ein Schlupfloch geschlossen. Nach Ansicht des Verfassers handelt es sich bei den Kursofferten nicht um verbindliche Angebote im Sinne des § 145 BGB, sondern um atypische *invitationes ad offerendum*.

Die Nachhandelstransparenzpflichten für den Handel mit Eigenkapitalinstrumenten sind weit weniger komplex als die Regelungen über die Vorhandelstransparenzpflichten. Wertpapierfirmen dürfen die Nachhandelsdaten über ein APA veröffentlichen. Einem systematischen Internalisierer ist es, wie bereits ausgeführt, gelegentlich gestattet, Kundenaufträge zu crossen. In diesem Fall muss er allerdings sicherstellen, dass die betreffenden Geschäftsabschlüsse als einziges Geschäft veröffentlicht werden.

III. Transparenzpflichten für den Handel mit Nichteigenkapitalinstrumenten

Mit Blick auf die Transparenzpflichten des systematischen Internalisierers für den Handel mit Nichteigenkapitalinstrumenten kommt die Arbeit zu dem Ergebnis, dass die unterschiedlichen Marktstrukturen es erfordern, die Transparenzpflichten über den internalisierten Handel mit Nichteigenkapitalinstrumenten gesondert zu regeln. Gleichwohl entsprechen die Regelungen teilweise denen über den Handel mit Eigenkapitalinstrumenten.

Insgesamt sind die neu eingeführten Vorhandelstransparenzpflichten für den Handel mit Nichteigenkapitalinstrumenten teilweise sprachlich und regelungstechnisch misslungen. Die deutschsprachige Fassung des Art. 18 Abs. 1 lit. a MiFIR ergibt keinen Sinn. Hilfsweise ist auf die englischsprachige Version zurückzugreifen. Aus dieser ergibt sich, dass systematische Internalisierer Kursofferten nur auf Anfrage veröffentlichen. Im Hinblick auf den Handel mit illiquiden Nichteigenkapitalinstrumenten läuft der Verweis auf den Ausnahmetatbestand des Art. 9 Abs. 1 MiFIR größtenteils ins Leere. Die Regelung zeugt in diesem Zusammenhang von einer hektischen Konzeption. Der Regelungsgehalt des Art. 18 Abs. 9 MiFIR erschließt sich erst im Vergleich mit der englischsprachigen Fassung. Ferner müssen die Kursofferten nicht nur gegebenenfalls, sondern vielmehr stets die vorherrschenden Marktbedingungen widerspiegeln. Die Ausführungspflicht betrifft nur den Handel mit liquiden Nichteigenkapitalinstrumenten. Hintergrund ist, dass es für den Handel mit Nichteigenkapitalinstrumenten keiner ebenso intensiven Regelung bedarf wie für den Handel mit Eigenkapitalinstrumenten.

IV. Wohlverhaltenspflichten

Die Wohlverhaltenspflichten wurden durch die MiFID II nicht substantiell verändert. Zu ihnen zählt ebenfalls die Verpflichtung zur kundengünstigsten Ausführung, die Bestausführungspflicht. Die Wohlverhaltenspflichten dienen grundsätzlich auch dem Schutz

des einzelnen Anlegers. Ausnahmen bilden die Vorschriften, die keine Ausgestaltungen der allgemeinen Redlichkeitsverpflichtung des § 63 Abs. 1 WpHG sind, und das Verhältnis der Wertpapierfirmen zu ihren Kunden nicht berühren. Sie bezwecken keinen Individualanlegerschutz.

Gegenüber geeigneten Gegenparteien müssen Wertpapierfirmen dem Großteil der Wohlverhaltenspflichten nicht nachkommen. Auf Grundlage einer richtlinienkonformen Auslegung des § 68 Abs. 1 S. 1 WpHG ist der systematische Internalisierer ebenfalls von dieser Ausnahmenvorschrift umfasst. Zudem schließt § 68 Abs. 1 S. 1 WpHG seinem klaren Wortlaut nach Informationspflichten aus, die nach MiFID II nicht von der Befreiung gegenüber geeigneten Gegenparteien umfasst sein sollen. Im Wege der richtlinienkonformen Auslegung ist § 68 Abs. 1 S. 1 WpHG so zu interpretieren, dass die Ausnahme nicht für die Pflichten des § 63 Abs. 7 WpHG gilt.

Vierter Teil: Sanktionen und Haftung

Der letzte Teil dieser Arbeit geht der Frage nach, welche Auswirkungen Verstöße des systematischen Internalisierers gegen seine Transparenz-, Wohlverhaltens- oder Meldepflichten entfalten können. In Betracht kommen einerseits verwaltungsrechtliche Sanktionen, andererseits Schadensersatzansprüche von Anlegern nach bürgerlichem Recht.

I. Verwaltungsrechtliche Sanktionen

Der bereits im Geltungszeitraum der MiFID I umfangreiche Bußgeldkatalog des WpHG wurde durch die MiFID II erheblich erweitert. Die den Internalisierer betreffenden Normen sanktionieren vorsätzliches und leichtfertiges Verhalten. Im deutschen Recht werden Verstöße gegen die Ausführungspflicht aus Art. 15 Abs. 2 MiFIR nicht sanktioniert. Die MiFID II wurde insoweit unzureichend umgesetzt. Eine unmittelbare Anwendung der Richtlinie scheidet aus. Auch im Hinblick auf Verstöße gegen die Wohlverhaltenspflichten wurde die MiFID II unzureichend umgesetzt. Der gegenwärtige Bußgeldkatalog sanktioniert Verstöße gegen die allgemeine Redlichkeitsverpflichtung nicht. Wiederum scheidet eine unmittelbare Anwendung der Richtlinie aus.

II. Zivilrechtliche Schadensersatzansprüche

Die Arbeit kommt zu dem Ergebnis, dass es sich bei den Wohlverhaltenspflichten um öffentliches Recht handelt, das als aufsichtsrechtlicher Mindeststandard auf das Privatrecht ausstrahlt. Denn die effektive Wirksamkeit des Art. 69 Abs. 2 Unterabs. 3 MiFID II und der Anlegerschutzwirkung der Wohlverhaltenspflichten lässt sich nur auf diese Weise sicherstellen. Die Transparenzpflichten des systematischen Internalisierers sind genauso wie die Aufzeichnungs- und Meldepflichten dem öffentlichen Recht zuzuordnen. Weil sie jeweils nicht den Schutz des individuellen Anlegers bezwecken, strahlen sie nicht auf die vertraglichen Pflichten aus.

Verstöße des systematischen Internalisierers gegen die Wohlverhaltenspflichten können somit unmittelbar keine Schadensersatzansprüche von Anlegern aus § 280 Abs. 1 BGB i.V.m. dem Kaufvertrag oder einem vorvertraglichen Schuldverhältnis begründen. Denn bei den §§ 63 ff. WpHG handelt es sich um öffentliches Recht. Allerdings müssen die vertraglichen Pflichten ihrerseits mindestens den Vorgaben der anlegerschützenden Wohlverhaltenspflichten entsprechen. Somit können Verstöße mittelbar Schadensersatzansprüche nach sich ziehen. Demgegenüber können Verstöße des systematischen Internalisierers gegen Transparenzpflichten oder Aufzeichnungs- und Meldepflichten selbst mittelbar weder vertragliche noch vertragsähnliche Schadensersatzansprüche begründen.

Die effektive Wirksamkeit des Art. 69 Abs. 2 Unterabs. 3 MiFID II erfordert es nicht, sämtliche Vorschriften der MiFIR und der Umsetzungsnormen der MiFID II als Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 S. 1 BGB anzuerkennen. Art. 69 Abs. 2 Unterabs. 3 MiFID II dient dem Anlegerschutz und erfordert nicht die Möglichkeit von Schadensersatzansprüchen bei Verstößen gegen solche Normen, die ihrerseits nicht den Schutz des einzelnen Anlegers bezwecken. Der Richtliniengeber wollte mit der Einführung des Art. 69 Abs. 2 Unterabs. 3 MiFID II keinen allgemeinen zivilrechtlichen Haftungstatbestand schaffen.

Die Qualifizierung der anlegerschützenden Wohlverhaltenspflichten als Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 S. 1 BGB ist im Lichte des haftungsrechtlichen Gesamtsystems nicht tragbar. Aufgrund der Ausstrahlungswirkung der Wohlverhaltenspflichten besteht bereits ausreichender vertraglicher Schutz. Die Annahme eines Schutzgesetzes ist daher nicht notwendig und somit auch nicht sinnvoll. Ansprüche gegen den systematischen Internalisierer aus § 826 BGB sind denkbar. Allerdings wird sich ein Anspruch aufgrund einer sittenwidrigen Verletzung der internalisierungsspezifischen Pflichten in der Praxis nur schwer nachweisen lassen.

Schlussbetrachtung

Der systematische Internalisierer ist eine Erfindung des europäischen Gesetzgebers. Er ist ein Kompromiss, geschaffen bei dem Versuch, ein damals neues Phänomen des europäischen Wertpapierhandels – die Internalisierung – innerhalb der Europäischen Union einem einheitlichen Regelungsregime zu unterwerfen. Vor dem Hintergrund der mit der MiFID I verbundenen unionsweiten Abschaffung des Börsenzwanges wurde auf dem Rücken der Internalisierungsregelung der Konflikt zwischen Befürwortern und Gegnern der Konzentrationsregel ausgetragen. Die Verhandlungen mündeten in eine ungenaue, schwammige Definition der systematischen Internalisierung nach MiFID I.

Die behutsame Reform der Vorhandelstransparenzpflichten für den internalisierten Handel mit Eigenkapitalinstrumenten und eigenkapitalähnlichen Finanzinstrumenten ist insgesamt lobenswert, auch wenn die unübersichtliche Systematik der Pflichten des Internalisierers insgesamt zu kritisieren ist. Demgegenüber wirken die neuen Vorhandelstransparenzpflichten für die systematische Internalisierung von Aufträgen über Nichteigenkapitalinstrumente wie mit heißer Nadel gestrickt.

Der Erfolg des Regelungsmodells hängt nicht zuletzt von der Kreativität der Wertpapierfirmen ab. Denn die Normgeschichte des Internalisierers weckt Assoziationen an das Bild von Hase

und Igel. Wann immer der Richtliniengeber das Regelungsregime verbessert, finden die Marktteilnehmer noch vor seinem Inkrafttreten Möglichkeiten, es zu umgehen oder zu missbrauchen. Mittlerweile gibt es innerhalb der EU 200 systematische Internalisierer, davon 39 in Deutschland, wo es zu Beginn der Arbeit an dieser Dissertation im Jahr 2016 noch keinen einzigen systematischen Internalisierer gab. Es bleibt jedoch die Frage, ob es sich bei diesen Internalisierern nicht um versteckte Crossing-Systeme handelt. Interessant wird insoweit sein, wie sich die neue Einführung des Tick-Sizes-Regimes auf den Bestand der systematischen Internalisierer auswirkt. Nach Ansicht der ESMA sind systematische Internalisierer jedenfalls eine *„important alternative source of liquidity [...] and have a crucial role in providing efficient trading alternatives to EU investors and ultimately reinforcing the competitiveness of EU trading venues.“*¹

¹ ESMA, MiFID II/MiFIR Review Report, 16. Juli 2020, ESMA70-156-2682, S. 42.