



Börsenhandel und Geschäfte mit Wertpapieren im Lichte von MiFID II

- Tagungsbericht -

Wiss. Mit. Peter Oriwol und Wiss. Mit. Stefan Pietzsch

Am 3. November 2017 fand zum dritten Mal der Börsenrechtstag des Instituts für Deutsches und Internationales Bank- und Kapitalmarktrecht der Universität Leipzig statt. In den Räumen des Leipziger Reichsgerichtsgebäudes beschäftigten sich Praktiker und Wissenschaftler verschiedener Disziplinen mit den aktuellen Rechtsfragen des Börsenwesens und der Märkte, die sich vor dem Inkrafttreten der EU-Richtlinie MiFID II¹ und der sie flankierenden EU-Verordnung MiFIR² am 3. Januar 2018 stellen. Im Mittelpunkt standen Fragen der praktischen Umsetzung der neuen Meldepflichten, der Regulierung von Datenbereitstellungsdiensten und des schmalen Grates zwischen notwendiger und übermäßiger Regulierung der Finanzmärkte.

I. Begrüßung und thematische Einführung

Der diesjährige Börsenrechtstag bot ein Forum zum Austausch über die Neuregelung im Ganzen, über ausgewählte Aspekte und über ihre rechtspolitischen Hintergründe. Zur Diskussion lud *Lutz Haertlein* im Namen des Instituts für Deutsches und Internationales Bank- und Kapitalmarktrecht an der Universität Leipzig alle Teilnehmer herzlich ein.

Am 3. Januar 2018 treten die Regelungen der MiFID II und der MiFIR in Kraft, die zukünftig das gesetzliche Rahmenwerk des europäisch harmonisierten Wertpapiermarktes³ und gleichsam den Schlussstein der Reform des europäischen Kapitalmarktrechtes bilden. Das Reformvorhaben ist die Reaktion des europäischen Gesetzgebers auf die Verwerfungen des Handels an den Finanzmärkten ab 2007, die die Schwächen der Funktionsfähigkeit und der Transparenz von Finanzmärkten offenbart haben und auf die die Aufsichtsbehörden mangels hinreichender Regulierung nur allzu ungenügend reagieren konnten. Kernanliegen der MiFID II ist eine Verstärkung der Transparenz des Handels an den Finanzmärkten – insbesondere im außerbörslichen Bereich – und des Anlegerschutzes, die das Vertrauen in die Finanzmärkte wiederherstellen und gewährleisten soll.⁴ Die Institute und Handelsplätze sehen sich einer verschärften Aufsicht ausgesetzt,

¹ Richtlinie 2014/65/EU über Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente („Markets in Financial Instruments Directive“).

² Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente („Markets in Financial Instruments Regulation“).

³ Vgl. MiFID II ErwGr. 7.

⁴ Vgl. MiFID II ErwGr. 4.

mit der eine erhebliche Zunahme an Meldepflichten einhergeht. Die Institute klagen vermehrt über eine Überregulierung der Finanzmärkte und eine damit verbundene Schwächung ihrer Stellung im Wettbewerb gerade gegenüber US-amerikanischen Konkurrenzunternehmen.

II. Energiehandel im Spannungsfeld von Rechtsentwicklung und Regulierung – Aktuelle Rechtsfragen

Wolfgang von Rintelen von der European Energy Exchange AG stand als abermaliger Redner auf dem Börsenrechtstag der erste Vortrag zu. Er nutzte das Privileg, um die Teilnehmer an die rechtspolitischen Hintergründe der Neuregulierung zu erinnern, und spannte den Bogen von den Beschlüssen des G20-Gipfels in Pittsburgh 2009 hin zu MiFID II und MiFIR. Im Schwerpunkt seines Vortrages sprach *von Rintelen* über die mit der MiFID II eingeführten Positionslimits für Warenderivate und gleichwertige OTC-Derivate (Art. 57, 58 MiFID II). Dabei ging er auf die Besonderheiten des Energiehandels ein.

Positionslimits sind Schwellenwerte für die maximale Größe einer Position in einem Warenderivat, die eine Person zu einem bestimmten Zeitpunkt halten darf, Art. 57 Abs. 2 MiFID II. Sie verhindern marktverzerrende Positionen einzelner Marktteilnehmer und dienen dadurch der Schaffung geordneter Preisbildungs- und Abwicklungsbedingungen auf den Warenmärkten, vgl. Art. 57 Abs. 1 lit. b MiFID II. Zugleich soll das Marktmissbrauchspotential eingedämmt werden, vgl. Art. 57 Abs. 1 lit. a MiFID II. Die Handelsplätze werden durch § 54 Abs. 6 WpHG n.F., § 26 Abs. 1 BörsG n.F. zukünftig verpflichtet, Maßnahmen zur Positionsüberwachung einzurichten.

Aus seiner Erfahrung als Leiter der Rechtsabteilung der European Energy Exchange AG – der Betreibergesellschaft der europäischen Energiebörse – bewertete *von Rintelen* marktübergreifende Positionslimits als sinnvoll, die Ausgestaltung durch die MiFID II aber als verfehlt. Positionsmanagement und Positionsreporting würden einen enormen Aufwand aller Beteiligten – der Handelsplätze, der Marktteilnehmer und der Aufsichtsbehörden – erfordern. Dieser Aufwand sei angesichts der ohnehin bestehenden Verpflichtung der Handelsplätze, eine ordnungsgemäße und manipulationsfreie Preisermittlung sicherzustellen (vgl. § 24 BörsG), nicht angemessen; Börsenregelwerke würden im Übrigen schon seit jeher die Möglichkeit vorsehen, Positionslimits zu setzen und Marktteilnehmer zum Positionsabbau zu zwingen. Weiter seien die Märkte vor Preismanipulationen bereits hinreichend durch die Sanktionierung nach MAR und gegebenenfalls GWB geschützt. Schließlich kritisierte *von Rintelen*, dass die DelVO (EU) 2017/591⁵ (RTS 21) faktisch keine marktplatzübergreifenden Positionslimits zuließe, die aber erforderlich seien, um Marktplatzhopping zu verhindern. Nach Art. 5 und 6 DelVO (EU) 2017/591 gelten Produkte an zwei Marktplätzen nämlich nur dann als gleichwertig („dasselbe Warenderivat“), wenn die Vertragsbedingungen identisch sind und beide durch das gleiche Clearinghaus abgewickelt

⁵ Delegierte Verordnung (EU) 2017/591 der Kommission vom 1. Dezember 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Rates und des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Anwendung von Positionslimits für Warenderivate.

werden. Diese Voraussetzungen würden in der Praxis nicht vorliegen, sodass die Positionslimits durch die MiFID II faktisch unzureichend als Marktplatzlimits ausgestaltet seien.

Von *Rintelen* wies darauf hin, dass die Institute durch die neuen Meldepflichten mit einem erheblichen Mehraufwand belastet seien, wobei mangelnde Klarheit über die Anforderungen im Detail die Belastung noch verstärkte. Er warf die Frage in den Raum, ob ein nicht mehr erfassbarer Umfang an meldepflichtigen Informationen dem Transparenzstreben gerecht werden könne. Er selbst sehe nicht, dass mit der Masse an Daten noch sinnvoll umgegangen werden könne; das Maß sei überschritten.

III. Zwei Papiertiger? – Über die Umsetzung von MiFID II und Trennbankengesetz im Wertpapierhaus der Sparkassen-Finanzgruppe

Matthias Espeter von der DekaBank Deutsche Girozentrale berichtete aus Sicht eines Praktikers von der Umsetzung der MiFID II und des Trennbankengesetzes in seinem Hause.

Mit dem sogenannten Trennbankengesetz⁶ vom 7. August 2013 gibt der Gesetzgeber erstmals Strukturvorgaben für die Organisation von Banken vor und strebt damit eine Abschirmung von Risiken aus spekulativen Geschäften vom Einlagengeschäft an. Es soll verhindert werden, dass Banken ab einer bestimmten Größenordnung – systemrelevante Institute – aufgrund von Spekulationsverlusten im Investmentgeschäft in finanzielle Schieflage geraten und in der Folge die Einlagen der Kunden gefährden. Zugleich sollen die Bankengruppen in Organisationseinheiten untergliedert werden, die eine klare Trennung zwischen sanierungs- und abwicklungsfähigen Geschäftsfeldern auf der einen Seite und volkswirtschaftlich unverzichtbaren Kernfunktionen, die gegebenenfalls durch staatliche Finanzierung gestützt werden müssen, auf der anderen Seite ermöglichen. Den betroffenen Banken war aufgegeben, bis zum 1. Juli 2016 das Investmentgeschäft zu beenden oder es auf wirtschaftlich, organisatorisch und rechtlich eigenständige Institute zu übertragen.

Die Trennbankenregelung wurde in § 3 Abs. 2 bis 4 KWG umgesetzt: Den systemrelevanten Instituten ist es nach § 3 Abs. 2 S. 2 KWG insbesondere verboten, Eigengeschäfte zu tätigen (Nr. 1) und Eigenhandel mittels hochfrequenter algorithmischer Handelstechnik (Hochfrequenzhandel) zu betreiben (Nr. 3); derartige Geschäftsfelder müssen in eigenständige Institute ausgelagert werden. *Espeter* betonte, dass allein der Eigenhandel in der Variante des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4 lit. d KWG der Trennbankenregelung unterfällt, weshalb der Eigenhandel mit Kundenbezug (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4 lit. a bis c KWG) weiterhin zulässig sei. Er wies auch darauf hin, dass Market Making aufgrund seiner marktpflegenden Wirkung als Ausnahme ebenso wenig von der Trennbankenregelung erfasst ist (§ 3 Abs. 2 S. 2 Nr. 3 KWG) wie Geschäfte zur Risikoabsicherung (§ 3 Abs. 2 S. 3 KWG). Die DekaBank-Gruppe habe sich dafür entschieden, durch Umstellung der Infrastruktur und Anpassung der Prozesse ihre Geschäftstätigkeit an den

⁶ Gesetz zur Abschirmung von Risiken und zur Planung der Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Finanzgruppen.

soeben genannten Ausnahmen der Trennbankenregelung auszurichten. Dadurch sei ihr die Umsetzung der neuen Regelungen gelungen, ohne Geschäftsfelder in eigenständige Institute übertragen zu müssen. Kundenhandel, Market Making und Risikoabsicherung seien gleichsam drei Filter, die Eigenhandel und Eigengeschäftstätigkeit in den bestehenden Organisationsstrukturen erlaubten.

Hinsichtlich der Umsetzung der MiFID II sieht die DekaBank-Gruppe laut *Espeter* zwei Problemfelder. Zum einen bedürften die Vorgaben zur Kostentransparenz und zum anderen die neuen Regelungen zum Handel mit OTC-Derivaten einer umfangreichen Prozessanpassung innerhalb seines Unternehmens. *Espeter* beklagte die damit einhergehenden hohen Kosten, die außer Verhältnis zum Kundennutzen stünden. Insbesondere sei der durch die Neuregelungen verpflichtende Ex-Ante-Preisausweis für Wertpapierdienstleistungen nur mit einem unverhältnismäßigen Kostenaufwand durchführbar und zudem für den Endkunden nicht von entscheidendem Interesse. Insgesamt sieht *Espeter* die Bank- und Finanzbranche durch die Neuregelungen auf einen Paradigmenwechsel zusteuern; nicht mehr der beste Preis sei entscheidend, sondern die vollständige und ordnungsgemäße Erfüllung der Informations- und Meldepflichten.

IV. Market Making unter MiFID II

Im Anschluss berichtete *Matthias Stötzel* von der Deutsche Börse AG über die Neuregelung des Market Making durch die MiFID II.

Der Market Maker ist nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 7 MiFID II eine Person, die an den Finanzmärkten auf kontinuierlicher Basis ihre Bereitschaft anzeigt, durch den An- und Verkauf von Finanzinstrumenten unter Einsatz des eigenen Kapitals Handel für eigene Rechnung zu von ihr gestellten Kursen zu betreiben. Seine Tätigkeit ist das Market Making. Das Market Making dient der Marktliquidität, d.h. der Möglichkeit, Produkte an einem Markt problemlos abzusetzen oder zu beziehen. Der Market Maker hält in großem Umfang Finanzinstrumente und kann dadurch die Nachfrage eines Kunden auch dann sättigen, wenn sie nicht mit einem passenden Angebot zusammengebracht werden kann. Auf der anderen Seite kauft er Finanzinstrumente an, wenn es an einer entsprechenden Marktnachfrage fehlt. Das Market Making hält die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte aufrecht. Durch die ständige Versorgung mit bzw. durch die ständige Abnahme von Finanzinstrumenten soll das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Finanzmärkte auf Dauer gestärkt sowie plötzlichem und massivem Liquiditätsentzug vorgebeugt werden.

Stötzel erläuterte, dass die MiFID II den Betreibern von Handelsplätzen nunmehr aufgabe, Market Maker schuldrechtlich durch Vereinbarung zu binden (Art. 48 Abs. 2 lit a MiFID II).⁷ Sie sollen dadurch auch dann zur Ausübung ihrer Tätigkeit angehalten werden, wenn sie in einer angespannten Marktlage wenig gewinnbringend ist; bezweckt wird damit die Gewährleistung eines verlässlichen Maßes an Liquidität im Orderbuch⁸. *Stötzel* gab zu bedenken, dass die Pflicht

⁷ Vgl. hierzu auch MiFID II ErwGr. 113.

⁸ Delegierte Verordnung (EU) 2017/578 der Kommission vom 13. Juni 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente durch

zum Abschluss von Vereinbarungen als zentrale Neuerung der MiFID II auf dem Gebiet des Market Making keine ausdrückliche Regelung im nationalen Gesetz erfahren hat; § 26c BörsG n.F. verweist allein auf die DelVO (EU) 2017/578, die die Anforderungen an Market-Making-Vereinbarungen konkretisiert. Der Mindestinhalt der Vereinbarungen folgt deshalb aus § 26c Abs. 5 BörsG n.F. i.V.m. Art. 2 DelVO (EU) 2017/578. Die nationalen Aufsichtsbehörden überwachen die Einhaltung der Mindestanforderungen, vgl. Art. 48 Abs. 3 UAbs. 2 S. 2 MiFID II.

Im Weiteren sieht die MiFID II nunmehr vor, dass die Handelsplätze für die Präsenz der Market Maker im Orderbuch Anreize schaffen,⁹ um das Vorhandensein einer ausreichenden Zahl an Market Makern sicherzustellen, die dem Markt regelmäßig und vorhersehbar Liquidität zuführen, vgl. Art. 48 Abs. 2 lit b MiFID II. Die Schaffung von Anreizen ist nur für bestimmte Instrumente¹⁰ und nur unter angespannten Marktbedingungen verpflichtend.¹¹ Ein Anreiz kann etwa in der Gewährung von Rabatten liegen, vgl. Art. 48 Abs. 3 lit. b MiFID II. Die Anreizsysteme werden von den Börsen in eigener Verantwortung festgelegt, wie *Stötzel* erläuterte.

V. Organisationspflichten für Datenbereitstellungsdienste (Art. 59 ff. MiFID II, §§ 58 ff. WpHG n.F.)

Stefan Gebauer von Noerr LLP sprach über die Organisationspflichten von Datenbereitstellungsdiensten und behandelte dabei im Schwerpunkt genehmigte Veröffentlichungssysteme (§ 58 WpHG n.F.).

Die Zulassung und Aufsicht von Datenbereitstellungsdiensten wird mit Inkrafttreten von MiFID II und MiFIR den nationalen Aufsichtsbehörden übertragen. Nach der Definition des Art. 4 Abs. 1 Nr. 63 MiFID II und des § 2 Abs. 40 WpHG n.F. werden drei verschiedene Arten von Unternehmen unter den Begriff der Datenbereitstellungsdienste (data reporting service providers – DRSPs) gefasst; es sind dies die genehmigten Veröffentlichungssysteme (approved publication arrangements – APAs), die Bereitsteller konsolidierter Datenticker (consolidated tape providers – CTPs) und die genehmigten Meldemechanismen (approved reporting mechanisms – ARMs).¹² Erfasst sind also Unternehmen, die Informationen über Geschäfte in Finanzdienstleistungen veröffentlichen, diese möglichst auf Echtzeitbasis zur Verfügung stellen oder Informationen der meldepflichtigen Wertpapierdienstleistungsunternehmen an die BaFin übermitteln. *Gebauer* erläuterte, dass genehmigte Veröffentlichungssysteme (APAs) und Bereitsteller konsolidierter Datenticker (CTPs) der Informationsbereitstellung der am Handel interessierten Marktteilnehmer, genehmigte Meldemechanismus (ARMs) dagegen der Information der BaFin zum Zwecke der Marktüberwachung dienen.

technische Regulierungsstandards zur Angabe von Anforderungen an Market-Making-Vereinbarungen und -Systeme ErwGr. 1.

⁹ Konkret: DelVO (EU) 2017/578 ErwGr. 1.

¹⁰ DelVO (EU) 2017/578 ErwGr. 5.

¹¹ DelVO (EU) 2017/578 ErwGr. 8.

¹² Genehmigte Veröffentlichungssysteme, Bereitsteller konsolidierter Datenticker und genehmigte Meldemechanismen sind im Einzelnen in § 2 Abs. 37 bis 39 WpHG legaldefiniert.

Die Regulierung der Datenbereitstellungsdienste soll die Qualität der Handelstransparenz fördern¹³ und aufgrund des Informationszuwachses zur stärkeren Integration des europäischen Marktes beitragen¹⁴. Die Aufsicht überwacht die Integrität der Datenbereitstellungsdienste. Die Tätigkeit als Datenbereitstellungsdienst bedarf der Erlaubnis durch die BaFin, § 32 Abs. 1 f S. 1 KWG n.F. Im behördlichen Fokus steht insbesondere die Etablierung eines ausreichend hohen Schutzniveaus für die zum Einsatz kommende IT-Infrastruktur.

Nicht nur als Rechtsanwalt, sondern auch als Kenner der Börsenpraxis führte *Gebauer* aus, dass die rechtlichen und IT-technischen Herausforderungen für Datenbereitstellungsdienste vor allem von großen Handelsplätzen gemeistert werden würden. Er zog allerdings in Zweifel, dass sich in der Praxis Bereitsteller konsolidierter Datenticker (CTPs – § 59 WpHG) finden werden. Die Regelungen seien zu ambitioniert, als dass sich Unternehmen zur Einrichtung eines Datenbereitstellungsdienstes ermuntert fühlen. Es sei dann an der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde – ESMA –, durch Ausschreibung in einem europaweiten Vergabeverfahren ein Unternehmen als Bereitsteller konsolidierter Datenticker (CTP) zu benennen.

VI. Am Bedarf vorbeireguliert? – Beispiele für kostspielige Ineffizienzen durch MiFID II

Matthias Rozok von der Deutschen WertpapierService Bank AG (dwpbank) sprach sich kritisch über die zunehmende Regulierung der Finanzmärkte aus. Er nahm dabei den Kunden, große sowie mittlere und kleinere Institute in den Blick und analysierte die Folgen der MiFID II für jede dieser Interessengruppen. Im Ergebnis stellte *Rozok* fest, dass die MiFID II für jede von ihnen Nachteile brächte.

Die Kunden würden benachteiligt, weil sie letztlich die Kosten der neuen Informations- und Meldepflichten tragen müssten. Mittleren und kleineren Instituten gereiche die MiFID II zum Nachteil, weil sie zunehmend weniger in der Lage seien, die Ressourcen für die Bewältigung der umfangreichen Informations- und Meldepflichten bereitzuhalten. Diese würden sich daher in Zukunft mehr und mehr aus dem Privatkundengeschäft zurückziehen. Aber auch für größere Institute sei der Erfüllungsaufwand so groß, dass man das Privatkundengeschäft vernünftigerweise nicht wirtschaftlich betreiben könne.

Rozok prangerte den erheblichen Verwaltungsaufwand zur Umsetzung der MiFID II an, den der Gesetzgeber in grotesker Weise unterschätzt habe. Der Gesetzgeber ginge von einem Erfüllungsaufwand für die Wirtschaft von allein 61,5 Millionen Euro aus,¹⁵ während nach einer Studie der Beratungsgesellschaft Opimas die Umsetzung der MiFID II Kosten von 2,5 Milliarden

¹³ MiFID II ErwGr. 116.

¹⁴ MiFID II ErwGr. 117: „[...] Die Einführung einer gewerblichen Lösung für konsolidierte Datenticker für Eigenkapitalinstrumente und eigenkapitalähnliche Finanzinstrumente sollte dazu beitragen, einen stärker integrierten europäischen Markt zu schaffen, und es Marktteilnehmern einfacher machen, Zugang zu einer konsolidierten Übersicht über die verfügbaren Handelstransparenzdaten zu erhalten. [...]“

¹⁵ Vgl. BT-Drucksache 18/10936, S. 3 f.

Euro verursachen soll.¹⁶ Rozok konnte die Annahme der Beratungsgesellschaft nachvollziehen; allein bei der dwpbank gehe man von Projektkosten im deutlich achtstelligen Bereich aus. Der Vortragende stellte angesichts der Zahlen die Verhältnismäßigkeit der MiFID II in Zweifel. Nach seiner Ansicht könne der mit der MiFID II einhergehende Eingriff schon mangels hinreichender Ermittlung der abzuwägenden Tatsachen durch den EU-Gesetzgeber keine Rechtfertigung erfahren. Die MiFID II sei verfassungswidrig; man habe das Maß aus politischen Gründen aus den Augen verloren.

VII. Auswirkungen der Regulierungswelle auf Börsen, Finanzdienstleister und Kunden

Im Rahmen einer Paneldiskussion unter Moderation von *Dörte Poelzig* vom Institut für Deutsches und Internationales Bank- und Kapitalmarktrecht an der Universität Leipzig tauschten sich *Anne d’Arcy*, *Christoph Kumpan*, *Stefan Hachmeister* (DekaBank Deutsche Girozentrale) und *Stefan Gebauer* abschließend über die Erforderlichkeit einer Regulierung der Finanzmärkte und die Folge einer Überregulierung aus. *D’Arcy* und *Kumpan* leiteten die Paneldiskussion durch kurze Stellungnahmen ein.

Anne d’Arcy vom Institut für Corporate Governance an der Wirtschaftsuniversität Wien bereicherte die Diskussion um Anmerkungen aus ökonomischer Perspektive. Je nach ökonomischem Ansatz sei die Regulierung Ergebnis eines Marktversagens, das einer Korrektur bedürfe (public interest theory; normativer Ansatz), oder das Ergebnis eines Lobbying-Prozesses (private interest theory; positiver Ansatz). Nach *d’Arcy* sei die MiFID II Ergebnis eines Bedarfs aus der gegenwärtigen Ausgestaltung der Businessmodelle; der Regulierungszyklus sei vorhersehbar gewesen.

Christoph Kumpan, Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht, Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, bezeichnete die MiFID II sodann als das neue Grundgesetz des Kapitalmarktes. Er berichtete von einer Entwicklung des Kapitalmarktrechts vom Anlegerschutz hin zum Verbraucherschutz. Es erfolge nun ein paternalistischer Zugriff, der etwa in Gestalt der Product Governance in Erscheinung trete. *Kumpan* berichtete von einem Bedeutungsaufschwung des Kapitalmarktes durch eine Verschiebung von der Bankenfinanzierung hin zu einer Marktfinanzierung, den er beobachtet habe. Die gewonnene Bedeutung rechtfertige eine europäische Kapitalmarktunion.

Sodann leitete *Poelzig* auf die eigentliche Diskussion über. Auf die Frage hin angesprochen, wer die Gewinner der MiFID II seien, meinte *Stefan Hachmeister* von der DekaBank Deutsche Girozentrale, dies seien die US-amerikanischen Banken. Dem stimmte *d’Arcy* zu und wies darauf hin, dass der Handel die Marktteilnehmer zwingt, dorthin zu gehen, wo es einfach sei; dies seien nun einmal die US-amerikanischen Handelsplätze. Es fehle an einem globalen Level-Playing-Field; möglicherweise sei es US-amerikanischen Banken in der Vergangenheit zu leicht gemacht worden.

¹⁶ <http://www.opimas.com/research/175/detail/>; abgerufen am 7.12.2017.

Allseits ablehnend standen die Diskussionsteilnehmer der These gegenüber, die MiFID II würde nun sämtliche Handelsplätze in die Regulierung überführen. Die MiFID II sei zwar geeignet, Regulierungslücken zu schließen, könne sie aber nicht gänzlich beseitigen; der Markt würde sich an die veränderten Bedingungen anpassen. *Kumpan* führte aus, dass insbesondere die neue Kategorie der Organised Trading Facilities (OTF) nicht dazu führen würde, dass alle Aufsichtslücken geschlossen werden. Man werde neue Marktmodelle einführen, um die Lücken der Kapitalmarktaufsicht zu nutzen.

Die Diskutanten erörterten im Weiteren, ob eine Verminderung der Handelsplätze in ihrer Anzahl die Aufsichtsmöglichkeiten verbessern würde. *Kumpan* lehnte dies ab. Richtig sei zwar, dass die Vielzahl an Handelsplätzen schwierig zu regulieren sei. Die positiven Auswirkungen des Wettbewerbs würden aber die negativen überwiegen. Der Wettbewerb werde den verschiedenen Interessen der Marktteilnehmer gerecht.

Es wurde zudem diskutiert, ob die Kosten der Regulierung im Verhältnis zu ihrem Zweck angemessen seien. *Hachmeister* meinte, durch die Informations- und Meldepflichten werde allein totes Wissen geschaffen; die Ressourcen seien besser in die Innovation von Geschäftsfeldern eingesetzt.

Gebauer machte wie schon in seinem Vortrag deutlich, dass er einem weniger fragmentierten Kapitalmarkt aufgeschlossen gegenübersteht. Er könne in der Bündelung von Liquidität gegenüber der Konzentration von Informationen Vorteile erkennen. Ein nicht zersplitterter Markt könne gegebenenfalls mit weniger Regulierungs- und Aufsichtsaufwand auskommen.

Zuletzt tauschten sich die Diskutanten kontrovers über die Vor- und Nachteile einer Unionalisierung der Kapitalmarktaufsicht aus. *Von Rintelen*, der sich aus dem Publikum zu Wort meldete, stand einer EU-geführten Aufsichtsbehörde kritisch gegenüber gemäß dem Schlagwort: umso näher die Aufsicht, desto besser. *Kumpan* warf ein, dass es gemäß der Erfahrungen besser sein kann, wenn sich das beaufsichtigte Institut nur einem Ansprechpartner ausgesetzt sieht.

VIII. Schlussworte

Nach einem Tag des Austausches kontroverser Ansichten beendete *Haertlein* den dritten Börsenrechtstag des Instituts für Deutsches und Internationales Bank- und Kapitalmarktrecht der Universität Leipzig und dankte allen Teilnehmern. Es sei gelungen, die MiFID II sowohl im Detail als auch in ihrem rechtspolitischen Kontext zu beleuchten. Dabei wurden Schwierigkeiten bei ihrer Umsetzung offengelegt; auf Sorgen und Chancen der Marktteilnehmer wurde eingegangen.