

Die Regelung der Vor- und Nachhandelstransparenz in der Europäischen Union und der Schweiz

DISSERTATION

der Rechtswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Zürich

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von

Claude Humbel

von

Zürich

genehmigt auf Antrag von

Prof. Dr. Rolf Sethe
und

Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone

Schulthess Juristische Medien AG, Zürich

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	V
Inhaltsübersicht.....	VII
Inhaltsverzeichnis	IX
Abkürzungsverzeichnis.....	XXV
Literaturverzeichnis	XLI
Materialienverzeichnis.....	LXXXIII
A. Europäische Union	LXXXIII
B. Schweiz	XCVI
C. Internationale Organisationen	C
D. Weitere Jurisdiktionen.....	CI
Einleitung	1
A. Ausgangslage.....	1
B. Zweck und Ziel der Untersuchung	2
C. Gang der Untersuchung	3
Teil I: Grundlagen	5
§ 1 Terminologische Grundlagen	7
A. Vorbemerkung.....	7
B. Markttransparenz.....	8
I. Abgrenzung von Fundamentalinformationen	8
II. Begriff der Markttransparenz.....	9
C. Vorhandelstransparenz	9
I. Begriff.....	9
II. Derivierbarkeit weiterer Elemente	12
III. Ergebnis	13
D. Nachhandelstransparenz	14
I. Begriff.....	14
II. Komplementäre Nachhandelsinformationen.....	15
III. Ergebnis	15
E. Dark pools und verwandte Phänomene	16
I. Entwicklung	16
II. Mangel einer einheitlichen Terminologie	18
III. Erscheinungsformen des vorhandelsintransparenten Handels im Recht.....	19
1. Vorbemerkung.....	19
2. Unterschiedliche Modelle auf internationaler Ebene	20
3. Zwischenergebnis.....	21

F.	Ergebnis.....	22
§ 2	Ökonomische Grundlagen	23
A.	Markttransparenz.....	23
I.	Markttransparenz als Effizienzfaktor.....	23
1.	Effizienzkriterium Transaktionskosten	23
2.	Effizienzfaktoren.....	25
a	Liquidität.....	25
b	Informationseffizienz.....	25
c	Markttransparenz	28
3.	Ergebnis.....	29
II.	Einflussfaktoren auf die Markttransparenz	29
1.	Bedeutung von Marktmodell und Preisfindungsmechanismus	29
2.	Bedeutung der betroffenen Finanzinstrumente.....	32
III.	Zwischenergebnis	34
B.	Vorhandelstransparenz	34
I.	Funktion	34
II.	Auswirkungen auf die Marktqualität	37
1.	Vorbemerkungen.....	37
2.	Gesamtschau der wirtschaftswissenschaftlichen Erkenntnisse	39
a	Vorhandelstransparenz und Marktqualität.....	39
b	<i>Dark markets</i> und Marktqualität.....	43
III.	Zusammenfassung.....	46
C.	Nachhandelstransparenz.....	47
I.	Funktion.....	47
II.	Risiken	48
D.	Ergebnis.....	49
§ 3	Problemstellung.....	51
A.	Bedeutung des <i>dark trading</i> für die Marktteilnehmer	51
B.	Veränderung der Marktstruktur als verstärkendes Element	52
I.	Vorbemerkung	52
II.	Marktfragmentierung	52
1.	Regulatorische Veränderungen als Ausgangspunkt	52
2.	Auswirkungen der Marktfragmentierung auf die Markttransparenz.....	54
III.	Hochfrequenzhandel	55
1.	Begriff, Entwicklung und Verbreitung.....	55

2.	Auswirkungen ausgewählter HFT-Strategien auf die Markttransparenz.....	57
3.	Hochfrequenzhandel, Marktvertrauen und dark pools	60
IV.	Zwischenergebnis	61
C.	Legitimation eines normativen Eingriffs.....	61
I.	Allgemeiner Konnex von Markt und Regulierung als Ausgangspunkt.....	61
II.	Schaffung von Rahmenbedingungen	62
III.	Potentielle negative Externalitäten.....	63
1.	Problemstellung.....	63
2.	Vorliegen der Voraussetzungen einer vorsorgebasierten Regulierung?	66
a	Fragestellung.....	66
b	Rechtspolitischer Hintergrund	66
c	Voraussetzungen und Konsequenzen eines Rückgriffs auf das Vorsorgeprinzip.....	68
d	Allgemeine Leitlinien einer vorsorgebasierten Regulierung in der EU	72
e	Anwendung der hergeleiteten Kriterien auf das Untersuchungsobjekt	73
f	Zwischenergebnis	76
D.	Ergebnis.....	77
§ 4	Bedeutung der EU-Transparenzvorschriften für die Schweiz	79
A.	Einleitung	79
B.	EU-Äquivalenzerfordernis	80
I.	Ratio und Bedeutung.....	80
II.	Bedeutende Äquivalenzbestimmungen für Schweizer Handelsplätze.....	83
1.	Vorbemerkung.....	83
a	Wertpapierdienstleistungen in der EU	83
b	Drittlandhandelsplätze	83
2.	Die Bedeutung der EU-Aktienhandelspflicht für schweizerische Handelsplätze	85
a	Aktienhandelspflicht nach Art. 23 Abs. 1 MiFIR.....	85
b	Materielle Voraussetzungen für Drittlandhandelsplätze	85
c	Formelle Aspekte.....	87
III.	Ergebnis	88
C.	Internationale Standards und ausländische Rechtsentwicklung	89

I.	Prämisse	89
II.	Internationale Standards.....	89
1.	Wesen und Bedeutung.....	89
a	Wesen	89
b	Bedeutung.....	90
2.	Einordnung im Rahmen des FinfraG.....	92
3.	Kritische Anmerkung	93
III.	Ausländische Rechtsentwicklung	93
IV.	Fazit	94
D.	Ergebnis.....	94
Teil II: Vor- und Nachhandelstransparenz in der EU		95
§ 5	Normative Einordnung der Handelslandschaft.....	97
A.	Normatives Grundkonzept.....	97
I.	MiFID II/MiFIR als marktgestaltendes Element	97
1.	Vorbemerkung zur Neugestaltung der Marktstruktur.....	97
2.	Hintergrund – Aufstieg der BCS?	99
3.	Einordnung der Neugestaltung der Marktstruktur.....	101
4.	Ausblick	103
II.	Mögliche Ordnungskriterien in der Systematik von MiFID II/MiFIR.....	104
1.	Bilaterale und multilaterale Systeme	104
a	Problemstellung: Kategorisierung von Systemen mit oder ohne Marktplatzfunktion	104
b	Anforderung an ein „System“	106
c	Das Kriterium der Multilateralität	108
d	Ergebnis	116
2.	Diskretionäre und nichtdiskretionäre Systeme	116
a	Ausgangspunkt: „Zusammenführung nach nichtdiskretionären Regeln“.....	116
b	Regelungsadressaten.....	116
c	Bedeutung der Nichtdiskretionarität in zeitlicher Hinsicht.....	118
d	Nichtdiskretionarität aus sachlich-gegenständlicher Sicht.....	119
e	Ergebnis	122
3.	Bedeutung der Ordnungskriterien i.R.v. MiFID II/ MiFIR.....	122
B.	Multilaterale Systeme: Handelsplätze	123
I.	Vorbemerkung zu den multilateralen Systemen	123
II.	Geregelte Märkte	123

III.	Multilaterale Handelssysteme	128
IV.	Organisierte Handelssysteme	130
1.	Einführung einer neuen Handelsplattform	130
2.	Eigenschaften von OTF	131
3.	Wertende Betrachtung	135
C.	Bilaterale Systeme: Systematische Internalisierer	137
I.	Organisierter Handel auf bilateralen Systemen	137
II.	Neufassung der Legaldefinition von SI	138
1.	Von qualitativen zu quantitativen Kriterien	138
2.	Quantitative Kriterien	139
a	Häufigkeit	139
b	Erheblichkeit	141
3.	Verhältnis der beiden quantitativen Kriterien zueinander	142
4.	Rolle der Liquidität	143
5.	Ergebnis	144
III.	Quantitative Kriterien im Einzelnen	145
1.	Eigenkapitalinstrumente	145
2.	Nichteigenkapitalinstrumente	146
3.	Berechnung und massgebliche Beurteilungszeiträume ...	148
a	Berechnung der Schwellenwerte	148
b	Massgebliche Beurteilungszeiträume	150
IV.	Wertende Betrachtung der bilateralen Handelssysteme unter MiFID II/MiFIR	153
D.	Wertende Schlussbetrachtung	155
§ 6	Transparenz für Handelsplätze	159
A.	Eigenkapitalinstrumente	159
I.	Vorhandelstransparenz für Eigenkapitalinstrumente	159
1.	Persönlicher Anwendungsbereich	159
2.	Sachlicher Anwendungsbereich	160
a	Erfasste Finanzinstrumente	160
b	Über die Systeme „mitgeteilt“	163
c	Verbindliche Interessenbekundungen	166
3.	Veröffentlichung der aktuellen Geld- und Briefkurse und der Tiefe der Handelspositionen zu diesen Kursen	168
a	Veröffentlichungspflichten	168
b	Die zu veröffentlichende Markttiefe: Differenzierung nach Marktmodell	170
c	Veröffentlichungsmodalitäten	198

4.	Ausnahmen von den Veröffentlichungspflichten	200
a	Prolegomena zu den Vorhandelstransparenzausnahmen.....	200
b	Preisimportierende Systeme.....	202
c	Systeme zur Formalisierung von ausgehandelten Geschäften	208
d	Aufträge mit grossem Volumen im Vergleich zum marktüblichen Geschäftsumfang	222
e	Auftragsverwaltungssysteme	233
5.	„Neues“ Verfahren	239
a	Gewährung einer Ausnahme.....	239
b	Rücknahme einer Ausnahme	241
c	Bewertung des neuen Verfahrens	242
6.	Double volume cap: Der Mechanismus gemäss Art. 5 MiFIR.....	244
a	Normzweck.....	244
b	Anwendungsbereich der Volumenbegrenzung	245
c	Funktionsweise	246
d	Kritische Würdigung.....	251
7.	Wertende Zusammenfassung zum revidierten Vorhandelstransparenzregime für Eigenkapitalinstrumente	255
II.	Nachhandelstransparenz für Eigenkapitalinstrumente	258
1.	Persönlicher Anwendungsbereich	258
2.	Sachlicher Anwendungsbereich	258
3.	Anforderungen an die Handelsplätze	260
a	Veröffentlichungsinhalt	260
b	Veröffentlichungsmodalitäten.....	268
4.	Genehmigung einer zeitversetzten Publikation	270
a	Bedeutung und Abgrenzung gegenüber den Ausnahmen zur Vorhandelstransparenz.....	270
b	Aufträge mit grossem Volumen im Vergleich zum üblichen Geschäftsumfang.....	272
5.	Verfahren.....	278
6.	Wertende Zusammenfassung zum neuen Nachhandelstransparenzregime für Eigenkapitalinstrumente	280
B.	Nichteigenkapitalinstrumente.....	281
I.	Bedeutung und Problematik der Ausweitung des Transparenzregimes auf Nichteigenkapitalinstrumente	281
II.	Vorhandelstransparenz für Nichteigenkapitalinstrumente ...	284

1.	Persönlicher Anwendungsbereich	284
2.	Sachlicher Anwendungsbereich	284
	a Erfasste Finanzinstrumente	284
	b Über ihre Systeme „mitgeteilt“	287
	c Verbindliche Interessenbekundungen	287
	d Nichtfinanzielle Gegenparteien	288
	e Geschäfte mit einem Mitglied des ESZB	289
3.	Veröffentlichung der aktuellen Geld- und Briefkursen und der Tiefe der Handelspositionen zu diesen Kursen	290
	a Veröffentlichungspflichten	290
	b Die zu veröffentlichende Markttiefe: Differenzierung nach Marktmodell	292
	c Veröffentlichungsmodalitäten	297
4.	Ausnahmen von den Veröffentlichungspflichten	298
	a Vorbemerkung	298
	b Liquidität und liquiditätsbedingte Ausnahmen	300
	c Ausnahme für grossvolumige Geschäfte	313
	d Ausnahmen für Auftragsverwaltungssysteme	319
	e Ausnahmen für IOI, die über den typischen Umfang eines Finanzinstruments hinausgehen	321
	f Ausnahmen für EFP und Auftragspakete	326
5.	Verfahren	332
6.	Aussetzung der Transparenzpflichten bei kurzfristigem Absinken der Liquidität	332
	a Sinn und Zweck der Norm	332
	b Schwellenwerte	333
	c Verfahren und Rechtsfolgen	335
	d Wertendes Resümee	336
7.	Wertende Anmerkungen zum neuen Vorhandelstransparenzregime für Nichteigenkapitalinstrumente	337
III.	Nachhandelstransparenz für Nichteigenkapitalinstrumente	340
	1. Persönlicher Anwendungsbereich	340
	2. Sachlicher Anwendungsbereich	340
	3. Veröffentlichungspflichten	342
	a Gegenstand der Veröffentlichung	342
	b Veröffentlichungsmodalitäten	346
	4. Genehmigung einer verzögerten Publikation	347
	a Einleitende Anmerkungen	347

b	Liquiditätsbedingte verzögerte Veröffentlichung	349
c	Verzögerte Veröffentlichung aufgrund des Umfangs der Geschäfte	350
d	Verzögerte Veröffentlichung bei Transaktionspaketen	353
e	Rechtsfolgen	357
5.	Verfahren.....	357
6.	Mögliche flankierende Massnahmen.....	358
a	Hintergrund und Problemstellung.....	358
b	Inhaltliche Vorgaben.....	360
c	Ermessensausübung durch die zuständigen Behörden.....	363
d	Bewertung.....	364
7.	Aussetzung der Publikationspflichten	365
8.	Wertendes Resümee	365
C.	Schlussbemerkung und Ausblick.....	366
§ 7	Transparenz im bilateralen Handel.....	369
A.	Vorbemerkung.....	369
B.	Vorhandelstransparenzbestimmungen für SI.....	370
I.	Quotierungspflicht der SI für Eigenkapitalinstrumente	370
1.	Persönlicher Anwendungsbereich	370
a	Systematische Internalisierer	370
b	Aufträge bis zur Standardmarktgrösse.....	371
2.	Sachlicher Anwendungsbereich	375
a	Erfasste Finanzinstrumente.....	375
b	„Für die sie eine systematische Internalisierung betreiben“.....	377
3.	Die Pflicht zur Stellung verbindlicher Kursofferten.....	378
a	Rechtsnatur der Quotierungspflichten	378
b	Beschränkung des Adressatenkreises des Angebots <i>ad incertas personas</i>	382
c	Mindestvolumen der Kursofferten.....	384
d	Ein- oder Zweiseitigkeit der Kursofferten?	386
e	Gespaltene Kursofferten	387
4.	Die Pflicht zur Veröffentlichung der verbindlichen Kursofferten	387
a	Vorbemerkung: Differenzierung anhand der Liquidität.....	387
b	Grundregel	388

c	Keine kontinuierliche Veröffentlichung verbindlicher Kursofferten in illiquiden Finanzinstrumenten.....	392
5.	Aktualisierung und Rücknahme bereits veröffentlichter Kursofferten	393
a	Aktualisierung bereits veröffentlichter Kursofferten	393
b	Rücknahme bereits veröffentlichter Kursofferten.....	394
6.	Die Möglichkeit der Preisverbesserung.....	397
a	Vorbemerkung	397
b	Preisverbesserung für Kleinanleger	398
c	Preisverbesserung für professionelle Kunden.....	399
d	Wertende Betrachtung	399
7.	Zusammenfassung und wertender Ausblick.....	399
II.	Quotierungspflichten der SI in Nichteigenkapitalinstrumenten	400
1.	Persönlicher Anwendungsbereich	400
a	Systematische Internalisierer	400
b	Aufträge bis zum typischen Geschäftsumfang.....	401
2.	Sachlicher Anwendungsbereich	402
a	Erfasste Finanzinstrumente.....	402
b	„Für die sie eine systematische Internalisierung betreiben“	403
3.	Stellung verbindlicher Kursofferten	403
a	Voraussetzungen.....	403
b	Rechtsnatur der Kursofferten.....	406
c	Fehlendes Mindestvolumen für die Kursofferten	411
d	Ein- oder Zweiseitigkeit der Kursofferten	412
e	Zulässigkeit gespaltener Kursofferten	412
4.	Pflicht zur Veröffentlichung verbindlicher Kursofferten	413
a	Vorbemerkung	413
b	Liquide Instrumente.....	413
c	Illiquide Instrumente.....	414
d	Bedeutung des Verweises von Art. 18 Abs. 2 Satz 2 MiFIR	416
e	Ergebnis	419
5.	Aussetzung der Kursstellungspflichten bei kurzfristigem Liquiditätsverlust	419
a	Sinn und Zweck der Norm.....	419
b	Kritische Würdigung.....	420

6.	Aktualisierung und Rücknahme bereits veröffentlichter Kursofferten.....	421
7.	Die Möglichkeit der Preisverbesserung.....	422
8.	Wertende Zusammenfassung.....	422
III.	Zwischenergebnis zu den neuen Verpflichtungen der SI.....	423
C.	Nachhandelstransparenz im bilateralen Handel.....	424
I.	Eigenkapitalinstrumente	425
1.	Persönlicher Anwendungsbereich	425
2.	Sachlicher Anwendungsbereich	426
a	Erfasste Finanzinstrumente.....	426
b	Einschränkung des Anwendungsbereichs.....	426
c	Transaktionen auf Drittland-Handelsplätzen	428
3.	Veröffentlichungspflichten.....	429
a	Veröffentlichungspflicht und -inhalt.....	429
b	Veröffentlichungsmodalitäten.....	429
4.	Verzögerte Veröffentlichung.....	431
5.	Fazit.....	432
II.	Nichteigenkapitalinstrumente	432
1.	Persönlicher Anwendungsbereich	432
2.	Sachlicher Anwendungsbereich	432
a	Erfasste Finanzinstrumente.....	432
b	Einschränkung des sachlichen Anwendungsbereichs	433
c	Transaktionen auf Drittland-Handelsplätzen	433
3.	Veröffentlichungspflichten.....	434
a	Veröffentlichungspflicht und -inhalt.....	434
b	Veröffentlichungsmodalitäten.....	434
4.	Verzögerte Veröffentlichung, flankierende Massnahmen und zeitweilige Aussetzung der Veröffentlichungspflichten.....	435
5.	Fazit.....	436
III.	Ergebnis zur Nachhandelstransparenz im bilateralen Handel.....	437
D.	Wertendes Ergebnis.....	437

Teil III: Vor- und Nachhandelstransparenz in der Schweiz..... 439

§ 8	Normative Einordnung der Handelslandschaft.....	441
A.	Normative Grundkonzeption	441
I.	Vorbemerkung	441
II.	Ordnungskriterien	442
1.	Bi- und multilaterale Handelssysteme.....	442

a	Allgemeines	442
b	Bi- und Multilateralität	443
c	Handelssystem	444
2.	Diskretionarität.....	445
a	Vorbemerkung	445
b	Regelungsadressaten.....	445
c	Zeitliche und inhaltliche Aspekte	447
3.	Vergleich mit der Rechtslage in der EU.....	447
4.	Ergebnis.....	448
B.	Handelsplätze	448
I.	Börse	448
1.	Funktionale Legaldefinition	448
2.	Handel mit Effekten	449
a	Einrichtung zum multilateralen Handel mit Effekten.....	449
b	Vertragsabschluss innerhalb des Handelssystems	451
c	Nichtdiskretionäre Regeln	452
d	Beschränkung auf Teilnehmer	452
3.	Kotierung von Effekten	452
4.	Ergebnis.....	453
II.	Multilaterales Handelssystem	454
C.	Organisiertes Handelssystem.....	454
I.	Allgemeines	454
II.	Multilateraler Handel.....	456
1.	Diskretionärer multilateraler Handel von Effekten und Finanzinstrumenten	456
2.	Nichtdiskretionärer multilateraler Handel von Finanzinstrumenten	457
III.	Bilateraler Handel.....	458
IV.	Zwischenergebnis	460
D.	Wertendes Ergebnis.....	460
§ 9	Transparenz für Handelsplätze	463
A.	Vorhandelstransparenz	463
I.	Persönlicher Anwendungsbereich.....	463
II.	Sachlicher Anwendungsbereich.....	464
1.	Erfasste Instrumente	464
a	Aktien	464
b	Andere Effekten.....	464
c	Wertende Betrachtung	473
2.	Vorhandelstransparenz nur für kotierte Aktien?	473

a	Problemstellung	473
b	Kotierung und Handelszulassung von Effekten an Schweizer Handelsplätzen	475
c	Stellungnahme	476
3.	Verbindliche Interessenbekundungen	477
4.	„Ausnahmen“ nach Art. 29 Abs. 3 lit. b FinfraG i.V.m. Art. 29 FinfraV	478
a	Rechtsnatur und Ratio der Ausnahme.....	478
b	Allgemeine Regelung	480
c	Mögliche Erweiterung auf weitere Stellen.....	482
d	Vergleich mit der Regelung nach Art. 1 Abs. 6 f. MiFIR	483
e	Fazit	484
5.	Rechtsvergleichendes Fazit	485
III.	Veröffentlichungspflichten	486
1.	Vorbemerkung.....	486
2.	Zu veröffentlichende Vorhandelstransparenzdaten und Markttiefe	487
3.	Veröffentlichungsmodalitäten	489
4.	Rechtsvergleichendes Fazit	492
IV.	Ausnahmen von der Veröffentlichungspflicht.....	493
1.	Einleitende Anmerkungen.....	493
a	Telos	493
b	Verhältnis Rahmengesetz und Verordnung	494
c	Legalitätsprinzip	495
2.	Die einzelnen Ausnahmetatbestände.....	497
a	Referenzkurssysteme	497
b	Formalisierung ausgehandelter Geschäfte	503
c	Auftragsverwaltungssysteme	506
d	Aufträge mit grossem Volumen im Vergleich zum marktüblichen Geschäftsumfang	513
e	Rechtsvergleichendes Fazit.....	518
3.	Weitere Ausnahmetatbestände de lege ferenda?	519
V.	Verfahren zur Gewährung der Ausnahmen.....	520
1.	Zuständigkeit der Handelsplätze?.....	520
2.	Wertender Vergleich mit der Regelung in der EU	520
3.	Fazit.....	521
VI.	Fehlen einer Volumenbegrenzung	521
VII.	Zwischenergebnis.....	523
B.	Nachhandelstransparenz.....	524
I.	Persönlicher Anwendungsbereich.....	524

II.	Sachlicher Anwendungsbereich.....	525
1.	Erfasste Instrumente: Effekten	525
2.	Erfasste Abschlüsse: Geschäfte in zum Handel zugelassenen Effekten	525
a	Allgemeines	525
b	Meldung und Veröffentlichung von Abschlüssen an der SIX Swiss Exchange.....	526
3.	„Ausnahmen“ nach Art. 29 Abs. 3 lit. b FinfraG i.V.m. Art. 29 FinfraV	528
III.	Transparenzanforderungen	528
1.	Veröffentlichungspflichten und -inhalt	528
a	Gesetzliche Vorgaben an die Nachhandelsdaten	528
b	Konkretisierende Vorgaben der SIX Swiss Exchange.....	528
2.	Veröffentlichungsmodalitäten	529
a	Allgemeine Vorgaben zu den Veröffentlichungsmodalitäten.....	529
b	Zeitliche Vorgaben	530
3.	Vergleich mit der Nachhandelstransparenz in der EU	532
a	Vorbemerkung	532
b	Veröffentlichungsinhalt	532
c	Veröffentlichungsmodalitäten.....	533
d	Veröffentlichungsfristen	533
e	Fazit	534
IV.	Veröffentlichungsaufschub	534
1.	Vorbemerkung.....	534
2.	Ausnahmetatbestände	535
a	Geschäfte mit grossem Volumen im Vergleich zum marktüblichen Umfang	535
b	Über einen für die Effekte typischen Umfang hinausgehende Geschäfte.....	537
c	Geschäfte in Effekten ohne einen liquiden Markt	539
d	Aufschubsfristen	540
e	Veröffentlichungsaufschub an der SIX Swiss Exchange.....	541
f	Rechtsvergleichendes Fazit.....	544
V.	Verfahren zur Gewährung eines Veröffentlichungsaufschubs	545
VI.	Wertendes Resümee.....	545
C.	Wertende Betrachtung.....	546

§ 10	Transparenz für OHS.....	549
A.	Vorhandelstransparenz für OHS.....	549
I.	„Sinngemässe“ Anwendung von Art. 27 und 29 FinfraV	549
II.	Anwendungsbereich.....	550
1.	Persönlicher Anwendungsbereich	550
2.	Sachlicher Anwendungsbereich	551
III.	Multilateraler Handel.....	551
IV.	Bilateraler Handel.....	552
1.	Problemstellung.....	552
2.	Rechtsnatur der Kursofferten	555
a	Argumente für eine Verbindlichkeit der Kursofferten.....	555
b	Mögliche Argumente gegen eine Verbindlichkeit der Kursofferten.....	556
c	Zwischenergebnis	560
3.	Notwendigkeit eines Interessenausgleichs	560
a	Vorbemerkung	560
b	Liquider Markt i.S.v. Art. 42 FinfraV.....	561
c	Ermessensspielräume zugunsten der bilateralen OHS	562
4.	Wertendes Resümee	568
V.	Zwischenergebnis	569
B.	Nachhandelstransparenz für organisierte Handelsplätze	569
I.	Anwendungsbereich.....	569
1.	Persönlicher Anwendungsbereich	569
a	Normadressaten	569
b	Vergleich mit der EU-Regelung	569
2.	Sachlicher Anwendungsbereich	570
a	Erfasste Finanzinstrumente.....	570
b	Vergleich mit der EU-Regelung	570
II.	Multilateraler Handel.....	571
1.	Sinngemässe Anwendung der Bestimmungen für Handelsplätze	571
2.	Abweichungen von den Bestimmungen für Handelsplätze	572
3.	Fazit.....	572
III.	Bilateraler Handel.....	572
1.	Nachhandelstransparenz für bilaterale OHS.....	572
2.	Rechtsvergleichende Anmerkungen.....	573
3.	Fazit.....	574
IV.	Zwischenergebnis	574

C.	Wertende Betrachtung	574
Fazit.....		577
A.	Vorbemerkung.....	577
B.	Teil I: Grundlagen	578
C.	Teil II: Vor- und Nachhandelstransparenz in der EU	579
D.	Teil III: Vor- und Nachhandelstransparenz in der Schweiz	581
E.	Abschliessende Betrachtung.....	583