

#2 / 2014 - Februar 2014

## **All Eyes on Brussels**

### **Die MiFID-Novellierung und der OTC-Derivatehandel**

*Martin Mildner*

#### ***Tags***

*OTC Derivative – Regulierung – MiFID II – MiFIR – Trading – Organized Trade Facility – OTF –  
Elektronischer Handel – Handelsplattformen*

#### ***Zusammenfassung***

**Für das Regulierungspaket MiFID II / MiFIR zeichnet sich Anfang 2017 als Startdatum ab. Der Plattform-Handel wird für OTC-Derivate die Regel und bringt erhebliche Herausforderungen mit sich. 2014 wird für Banken das Jahr der Analyse der gesetzlichen Anforderungen, danach stehen anspruchsvolle technische und organisatorische Umsetzungen an.**

---

### ***Auswirkungen von MiFID II / MiFIR auf OTC-Derivate***

Die aktuelle Novellierung der europäischen Finanzmarktrichtlinie MiFID erweitert den Anwendungsbereich unter anderem um Vorschriften zum Handel von außerbörslich gehandelten Derivategeschäften (OTC-Derivate). Die Novellierung nimmt, wie auch die europäische Infrastruktur-Regulierung EMIR, einen Auftrag aus der **Selbstverpflichtung der G20-Nationen** auf dem Pittsburgh-Gipfel von 2009 auf:

*„Alle standardisierten außerbörslich gehandelten Derivateverträge sollten bis spätestens Ende 2012 an Börsen oder gegebenenfalls auf elektronischen Handelsplattformen gehandelt und über einen zentralen Kontrahenten abgerechnet werden. Außerbörslich gehandelte Derivateverträge sollten in zentralen Handelsdepots registriert werden.“*

Die Novellierung erfolgt durch zwei Gesetzesvorhaben: durch die **Richtlinie MiFID II**, welche die MiFID ersetzt, und durch eine zusätzliche **MiFIR-Verordnung**. Beide setzen Vorgaben für den OTC-Derivatehandel. In der MiFID-II-Richtlinie sind tendenziell die „Compliance-Themen“ versammelt, z.B. organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen, Anforderungen an Trading-Algorithmen, Positionskontrolle für Rohstoffderivate sowie die Überwachung elektronischer Handelsplattformen.

In der **MiFIR-Verordnung** sind, in Bezug auf OTC-Derivate, die Vorgaben enthalten, die unmittelbar Auswirkung auf Handelssysteme und -Prozesse haben (siehe Abbildung 1):

1. die Pflicht zum Geschäftsabschluss über Handelsplattformen (zu denen geregelte Märkte, Multilateral Trade Facilities (MTF) und Organized Trade Facilities (OTF zählen),
2. die Veröffentlichung von handelbaren und gehandelten Preisen, sowie
3. die Meldung von Geschäftsabschlüssen an die Aufsichtsbehörden.



**Abbildung 1: MiFIR-Anforderungen an den Handel von OTC-Derivaten**

### *Zeitplan für die Einführung von MiFID II / MiFIR*

Die EU-Kommission hat bereits im Oktober 2011 einen Entwurf für Richtlinie und Verordnung an den Europäischen Rat übermittelt, der seitdem beratschlagt wurde. Im Januar 2014 wurden die Trilog-Gespräche zwischen EU-Rat, EU-Parlament und EU-Kommission erfolgreich abgeschlossen. Nächster Schritt ist die Verabschiedung des Pakets durch das EU-Parlament, sie wird bis Mai 2014 erwartet. Dann folgt die Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht, diese ist voraussichtlich erst ab 2017 anzuwenden. Parallel hat die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA den Auftrag, die erforderlichen Umsetzungsstandards für Richtlinie und Verordnung auszuarbeiten und abzustimmen. Da die MiFIR-Verordnung nicht erst von allen EU-Mitgliedern in nationales Recht umgesetzt werden muss, könnte sie früher als die MiFID-II-Richtlinie in Kraft treten – sie wird ihre volle Wirkung aber erst mit den ESMA-Standards entfalten.

Auch nach dem Inkrafttreten sind Übergangsfristen möglich: Die ESMA verfügt über Spielraum für die Definition handelsplattformpflichtiger Derivate, und die nationalen Behörden können Ausnahmen bei den Vorhandelstransparenzanforderungen gewähren. Weiterhin erhalten OTF-Betreiber voraussichtlich zweieinhalb Jahre Aufschub, um eine Anbindung an zentrale Gegenparteien (CCP's) zu schaffen.

### *Welche Regelungsinhalte der MiFID II / MiFIR sind für OTC-Derivate am wichtigsten?*

Eine Beschäftigung mit der MiFID-Novellierung bedeutet aktuell die Analyse der zu erwartenden Gesetzestexte. Die wichtigsten Textstellen der MiFIR, die Auswirkung auf OTC-Handelsprozesse haben, sind in Tabelle 1 gezeigt. Die Artikelnummerierung bezieht sich auf den MiFIR-Entwurf des EU-Rats vom 18. Juni 2013. Erheblich ist die Menge der

Regulierungsinhalte, die nicht durch die MiFIR bestimmt werden, sondern erst nachgelagert durch ergänzende Regulierungen der ESMA bzw. der nationalen Aufsichtsbehörden.

MiFIR		Ergänzende Regulierung
<b>Titel II: Transparenz für Handelsplätze</b>		
Art. 7	Vorhandelstransparenz: Anzeige von Kurs und Tiefe der Handelsinteressen	Gewährung von Ausnahmen für Block-Trades, ggf. weitere Ausnahmen
Art. 9	Nachhandelstransparenz : Neartime-Anzeige von Kurs, Volumen und Zeitpunkt der Geschäfte	Gewährung einer späteren Veröffentlichung
Art. 11+12	Veröffentlichung der Daten für das Publikum, kostenlos innerhalb von 15 min	Spezifikation der Daten
<b>Titel III: Transparenz für Wertpapierfirmen</b>		
Art. 17	Abgaben von Kursofferten durch systematische Internalisierer	Volumengrenzen, Rahmen für kaufmännische Bedingungen
Art. 20	Neartime-Veröffentlichung von Kurs, Volumen und Zeitpunkt der Geschäfte über Approved Publication Arrangement (APA)	Spezifikation der Daten
Art. 20b	Mitteilung von Daten durch Handelsplattformen an Aufsichtsbehörden, zur Festlegung der Vor- und Nachhandelstransparenzanforderungen	Inhalt und Häufigkeit der Mitteilungen
<b>Titel IV : Meldung von Geschäften</b>		
Art. 22	Aufzeichnung von Transaktionen durch Betreiber und Benutzer von MTF/OTF	Spezifikation der aufzuzeichnenden Daten
Art. 23	Meldung von abgeschlossenen Geschäften an die Behörden, durch OTF/MTF bzw. nachgelagert durch Wertpapierfirmen	Technische Regulierungsstandards
<b>Titel V : Derivate</b>		
Art. 24	Pflicht zum Handel über Handelsplätze, d.h. geregelte Märkte, MTF oder OTF ("Handelspflicht")	Bestimmung handelspflichtiger Derivate, Anerkennung Handelsplätze in Drittstaaten
Art. 25 aa	Portfoliokomprimierung: Ausnahme von der Handelspflicht, Pflicht zur Veröffentlichung der Geschäftsdaten	Definition der zu veröffentlichenden Geschäftsdaten
<b>Titel VI: Diskriminierungsfreier Zugang zum Clearing</b>		
Art. 28	diskriminierungsfreier CCP-Zugang für Handelsplätze	Bedingungen, unter denen CCP's / Handelsplätze den Zugang verweigern können
Art. 29	diskriminierungsfreier Handelsplatz-Zugang für CCP's	
<b>Titel VII, Kapitel I: Produktintervention</b>		
Art. 31+32	Verbot des Vertriebs/Handels von Finanzinstrumenten incl. OTC-Derivaten durch die ESMA bzw. die Aufsichtsbehörden	Kriterien für Gefährdung des Anlegerschutzes und der Marktintegrität

**Tabelle 1: MiFIR – Themen bzgl. OTC Derivate**

Aber auch die MiFID-II-Richtlinie enthält wichtige Vorgaben zum OTC-Derivatehandel. Relevant für Handelsprozesse sind in erster Linie die Vorgaben zu Positionslimiten in Rohstoffderivaten und zu Trading-Algorithmen. Erhebliche Compliance-Aufwände entstehen durch die organisatorischen Anforderungen an den Handel sowie die Funktionsweise und Überwachung von Handelsplattformen.

Auch für die MiFID II (Entwurf des EU-Rats vom 18. Juni 2013) sind hier sind die wichtigsten Vorgaben für OTC-Derivate tabellarisch gezeigt. Auch bei MiFID II ist der Level-1-Gesetzestext nicht der Weisheit letzter Schluss, sondern es folgen ergänzende Regulierungen der ESMA und der nationalen Aufsichtsbehörden.

<b>MiFID II</b>		<b>Ergänzende Regulierung</b>
<b>Titel II, Kapitel I: Zulassungsbedingungen und -Verfahren für Wertpapierfirmen</b>		
Art. 16	Organisatorische Anforderungen, z.B. Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten für Telefongespräche, Trennung von Vermögenswerten der Kunden	Detaillierung organisatorische Anforderungen
Art. 17	Vorgaben für Algorithmic Trading: Risikomanagement, Offenlegung der Handelstrategien und -Parameter, spezielle organisatorische Anforderungen	Detaillierung organisatorische Anforderungen
Art. 18	OTF- und MTF: Regeln für Funktionsweise, Zugang, Offenlegung Funktionsweise, Zulassungsverfahren	Dokumente für Zulassungsverfahren OTF/MTF
<b>Titel II, Kapitel II: Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierfirmen</b>		
Art. 27	Kundengünstigste Ausführung von Aufträgen, u.a. mit Hinblick auf Kurs, Kosten, Schnelligkeit und Wahrscheinlichkeit der Ausführung	Vorgaben für Ermittlung des kundengünstigsten Ausführungswegs, Veröffentlichungspflichten
Art. 31	Überwachung der Einhaltung der Pflichten von MTF- und OTF-Betreibern	Melderelevante Regelverletzungen und Betriebsstörungen
Art. 32	Suspendierung und Ausschluss von Finanzinstrumenten (incl. Derivate auf suspendierte Basiswerte) vom Handel	Formate und Häufigkeit von Meldungen über Suspendierungen und Ausschlüsse
<b>Titel II, Kapitel III: - Rechte von Wertpapierfirmen</b>		
Art. 39	Zugang zu Clearing- und Settlementeinrichtungen, Bestimmung eines Settlementsystems für Wertpapierfirmen aus Drittstaaten	-
Art. 40	Zugang für MTF-Betreiber zu CCP, Clearing- und Settlementvereinbarungen in Drittstaaten	-
<b>Titel IV – Positionslimite, Positionsmanagementkontrollen und Reporting für Rohstoffderivate</b>		
Art. 59	Positionslimite, und Positionsmanagementkontrollen für Rohstoffderivate	Kriterien für Bestimmung der Positionslimite
Art. 60	Positionsreporting für Gruppen von Positionshaltern	Format und Inhalt der Meldungen

Titel V – Abschnitt 2 Datenbereitstellungsdienstleistungen		
Art. 66	Bedingungen für Approved Publication Arrangements (APAs)	Formate, Datenstandards, techn.
Art. 68	Bedingungen für Approved Reporting Mechanisms (ARMs)	Rahmenbedingungen für Veröffentlichung / Meldung

**Tabelle 2: MiFID – Themen bzgl. OTC Derivate**

### ***Welche OTC-Handelsaktivitäten sind betroffen?***

Die Novellierung betrifft grundsätzlich alle Handelsaktivitäten in OTC-Derivaten. Ausnahmen gibt es für bestimmte Marktteilnehmer und Geschäftstypen:

- Die Pflicht zum Geschäftsabschluss über Handelsplattformen betrifft nur finanzielle Gegenparteien und die großen nichtfinanziellen Gegenparteien, deren Handelsvolumina über den Clearingschwellen der EMIR liegen.
- Von der Pflicht zum Geschäftsabschluss über Handelsplattformen ausgenommen bleiben gruppen-interne Geschäfte sowie Geschäfte, die im Zuge einer Portfolio-komprimierung eingegangen werden (letztere unterliegen trotzdem den Anforderungen zur Nachhandelstransparenz)
- Die nationalen Aufsichtsbehörden können Handelsplattformen Ausnahmen bei der Veröffentlichung von Orderbüchern gewähren, z.B. für Block Trades aber auch für bestimmte Derivategruppen.
- Die Pflicht zur Abgabe von Kursofferten betrifft nur systematische Internalisierer, d.h. Wertpapierfirmen, die systematisch Handel für eigene Rechnung durch Ausführung von Kundenaufträgen außerhalb eines geregelten Marktes oder eines MTF bzw. OTF treiben.
- Die Pflicht zum Geschäftsabschluss über eine Handelsplattform bedeutet nicht in allen Fällen die Pflicht zu einer elektronischen Auftragserteilung: An einem OTF ist z.B. auch Voice Brokerage und Erfassung des Geschäfts im System durch Mitarbeiter der Bank möglich.

### ***Welche Umsetzungsanforderungen kommen auf Sell-Side-Banken zu?***

Sell-Side-Banken müssen sich an Handelsplattformen anbinden, um handelsplatzpflichtigen Kontrahenten weiterhin OTC-Derivate anbieten zu können. Entweder sie betreiben selbst ein OTF/MTF, oder schließen sich an Handelsplattformen an, die durch Dritte betrieben werden.

Eine erhebliche Herausforderung ist die Erweiterung des klassischen OTC-Trade Workflows um neue Prozess-Schritte. Erforderlich ist beispielsweise im Pre-Trade-Processing die

Prüfung auf Finanzinstrumente, die durch die ESMA mit einem Verbot belegt sind und die Ermittlung des kundengünstigsten Ausführungswegs (Best Execution). Im Post-Trade-Processing ist die Veröffentlichung der Handelsinformationen notwendig, innerhalb von 15 Minuten auch kostenlos an das Publikum. Gefordert ist also insbesondere die IT-Infrastruktur, die es schaffen muss, neue Datenobjekte und -anbindungen für Best Execution und Verbotsprüfungen aufzunehmen, sowie Kursofferten und Handelsumsätze beinahe in Echtzeit (Near-time) zu verarbeiten.

Die MiFIR-Meldepflichten können voraussichtlich durch Erweiterung der bestehenden EMIR-Transaktionsmeldungen umgesetzt werden. Einige meldepflichtige Daten, wie z.B. die Identifizierung von handelnden Personen oder Computeralgorithmen der Wertpapierfirma, gehen allerdings über den aktuellen EMIR-Meldeumfang hinaus.

Nicht zuletzt wird der Plattformhandel neuen Wind in die Handelsräume der Banken bringen: Hier werden neue Sales- und Geschäftsabschlussprozesse erforderlich sein. Im Wettbewerb dürfte sich den Margendruck verschärfen – die Aufwände für die Umsetzung sowie die potenziell niedrigeren Erträge werden bestimmt bei einigen Adressen ein Nachdenken über die künftige Positionierung im Wettbewerb auslösen.

### ***Welche Umsetzungsanforderungen kommen auf OTF-Betreiber zu?***

Für Betreiber bestehender Handelsplattformen bedeutet die Umsetzung der MiFID-Novellierung einerseits einen großen Sprung nach vorn, um die neuen gesetzlichen Anforderungen zu erfüllen, dazu zählt z.B. die Einhaltung strengerer organisatorischer Vorgaben und die Offenlegung und Genehmigung des Geschäftsbetriebs. Andererseits entstehen auch hier erhebliche Umsetzungsaufwände für die Veröffentlichung von Orderbüchern und gehandelten Preisen und die Meldung an Transaktionsregister. Neu ist ebenfalls die Pflicht zur CCP-Anbindung der Handelsplattform auf Verlangen des CCP.

### ***Fazit***

Der OTC-Derivatehandel wird durch die MiFID-Novellierung maßgeblich beeinflusst. Die Umsetzung der gesetzlichen Anforderungen bringt deutliche Aufwände für Anpassungen der IT-Architektur im Handel und für die Erfüllung der Compliance-Vorgaben mit sich.

Banken sind gut beraten, sich frühzeitig mit den Entwürfen von MiFID II und MiFIR, die zur Abstimmung im EU-Parlament eingebracht werden, vertraut zu machen. Gleiches gilt für die ESMA-Standards, die in Entwurfsversionen voraussichtlich schon in 2014 veröffentlicht

werden. Wie bei der EMIR-Umsetzung verlangt die EU-Aufsicht von den Banken auch bei der MiFID-Umsetzung, in einem unsicheren und veränderlichen regulatorischen Umfeld schnelle und zwingende Projektfortschritte zu erzielen.

### Der Autor



**Martin Mildner** arbeitet seit 2008 als Unternehmensberater für Klienten in der Finanzwirtschaft. Er ist Manager bei Firstwaters und verantwortet die Fachthemen im Bereich der Derivateregulierung. Vor seiner Tätigkeit bei Firstwaters war er mehrere Jahre als Experte im Kreditrisikomanagement für Derivate bei der Commerzbank tätig.

Martin.mildner@firstwaters.de

### Über Firstwaters

Firstwaters ist eine unabhängige Unternehmensberatungsgesellschaft, die schwerpunktmäßig für Banken und andere Finanzdienstleister arbeitet. Als „Ingenieurbüro für Banken“ ist das Unternehmen darauf spezialisiert, die Verbindung zwischen Geschäftsstrategie, Geschäftsprozessen und Technologie herzustellen und unmittelbar einsatzfähige, individuelle Lösungen zu implementieren. Das Unternehmen wurde in 2000 gegründet und hat zurzeit knapp 50 Mitarbeiter.

Firstwaters hat umfangreiche Erfahrung bei der Analyse und Umsetzung von Vorhaben im Bereich der Derivateregulierung. Wir unterstützen Sie gern bei der Umsetzung der MiFID-Novellierung, durch die Analyse der Auswirkungen auf ihr Haus, die gemeinsame Erarbeitung der besten Ziellösung und deren effiziente Umsetzung. Ihr Erfolg ist unser Erfolg.



## Disclaimer

Unsere Veröffentlichungen dienen der allgemeinen Information und nicht der Rechtsberatung.

Unsere Autoren und Firstwaters übernehmen keine Haftung für den Inhalt der veröffentlichten Artikel, insbesondere im Hinblick auf Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen. Die Geltendmachung von Ansprüchen jeglicher Art ist ausdrücklich ausgeschlossen.

Dementsprechend sind unsere Artikel nicht als Quelle für rechtsbezogene Entscheidungen geeignet. Wir raten Ihnen, für rechtliche Fragestellungen einen Rechtsanwalt zu Rate zu ziehen.

Die MiFID-Novellierung ist ein laufendes Gesetzgebungsverfahren und jederzeit Änderungen unterworfen. Dieses Whitepaper gibt den Diskussionsstand im Januar 2014 wieder, und referenziert die zu diesem Zeitpunkt vorliegenden Entwurfsfassungen von MiFID II und MiFIR.



Dämmer Tor 3  
63741 Aschaffenburg

fon +49-6021-454 84 – 0  
info@firstwaters.de

Baierbrunner Straße 25  
81379 München

fon +49-89-74 98 24 16  
info@firstwaters.de

© 2014 Firstwaters GmbH. All rights reserved.