

# Waigel

RECHTSANWÄLTE

Waigel Rechtsanwälte | Nymphenburger Straße 4 | 80335 München  
Tel. +49 89 7400457-0  
[www.waigel.de](http://www.waigel.de)

# **Derivate im Fokus der Regulierung: MiFID II, EMIR, Clearingpflicht und Zentraler Kontrahent**

Fachtagung Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V.  
am 21. April 2016  
das Seidl Hotel & Tagung, München

# Einleitung – Ein paar Zahlen

- 40 % des Haushaltsvermögens sind in Einlagen und Anlageprodukte investiert
- 19 Billionen Euro in der Euro-Zone (ohne Schweiz/Liechtenstein)
- 61 % der Anleger lassen sich vor der Vermögensanlage beraten
- 68 % der Anleger gehen dafür zu ihrer Bank
- 7 % der Anleger sind bereit für die Beratung zu bezahlen
- 37 % der Anleger können sich dies immerhin vorstellen
- 9 % der Anleger lassen sich von einem unabhängigen Berater beraten\*

\* Quelle: Deutsche Bank Research und Umfrage Fidelity vom Oktober 2011

# Anforderungen an den geregelten Markt (1)

- Belastbare Handelssysteme,
- Ausreichende Kapazitäten für Spitzenvolumina,
- Ordnungsgemäßer Handel auch unter Stressbedingungen,
- Wirksame Notfallvorkehrungen,
- Marktpflegesysteme, durch die sichergestellt ist, dass feste Kursofferten zu wettbewerbsfähigen Preisen gestellt und der Markt regelmäßig und verlässlich mit Liquidität versorgt wird (Art. 48),
- Auftragsablehnung bei Überschreiten von im Voraus festgelegten Grenzen für Volumina und Kurse,
- Handelseinstellung bei kurzfristig erheblichen Preisbewegungen (auch in benachbartem Markt).

# Anforderungen an den geregelten Markt (2)

- Möglichkeit jedes Geschäft zu stornieren, zu ändern oder zu berichtigen,
- Keine Marktstörung durch algorithmische Handelssysteme,
- Keine Manipulation zur Verlangsamung des Auftragsaufkommens,
- Begrenzung des Verhältnisses nicht ausgeführter Handelsaufträge zu Geschäften, die eingegeben werden um System zu verlangsamen (Begrenzung der kleinstmöglichen Tick-Größen),
- Anforderungen an direkten elektronischen Zugang (Wertpapierfirmen, Eignung, Verantwortung für Auftragsausführung beim Teilnehmer),
- Risikokontrollen und Schwellen für Handel bei elektronischem Zugang.

# Organisierte Handelsplattformen - OTF

- Gleiche Bedingungen für regulierte Handelsplätze, MTF und OTF,
- geregelter Markt und MTF wickeln für alle Teilnehmer nicht-diskretionär ab,
- OTF hat Ermessensspielraum zu Art und Weise der Ausführung eines Geschäfts,
- gleiche Anforderungen wie für geregelten Markt und MTF hinsichtlich:
  - Anlegerschutzbestimmungen,
  - Wohlverhaltensregeln,
  - Verpflichtung zur kundengünstigsten Ausführung,
  - Vorhandelstransparenz und Nachhandelstransparenz.

# Warenderivate

- Obergrenzen und Positionsmanagement mit automatischen Prüfgrenzen, um:
  - Marktmissbrauch zu verhindern,
  - zu geordneten Preisbildungs- und Abrechnungsbedingungen beizutragen,
  - Quantitative Schwellenwerte zu maximaler Zahl der Kontrakte je Handlungsperson.
- Datenbanken bei Aufsichtsbehörden zu Obergrenzen und Limits,
- Begrenzungsmöglichkeit für Aufsichtsbehörden,
- wöchentlich zu veröffentlichender Bericht der aggregierten Positionen für unterschiedliche Händlerkategorien,
- Vollständige Aufschlüsselung der Positionen jedes Mitglieds oder Teilnehmers durch Händler (mit den jeweiligen Kundennamen).

# Vorhandelstransparenz (1)

- Für geregelte Märkte, MTF und OTF, bei einem „liquiden Markt“,
- Veröffentlichungspflicht für Geld- und Briefkurse und Tiefe der Handelspositionen zu diesen Kursen,
- Laufende Orders und Kursofferten in Echtzeit für eigenkapitalähnliche Instrumente:
  - Aktien,
  - Aktienzertifikate (Hinterlegungsscheine),
  - Zertifikate (Bedienung vor Aktie, von Unternehmen ausgegeben, EK-ähnlich),
  - Börsengehandelte Fonds,
  - Vergleichbare Finanzinstrumente,

# Vorhandelstransparenz (2)

- soweit zum Handel zugelassen oder soweit sie über MTF/OTF gehandelt werden,
- auch für verbindliche Interessenbekundungen,
- während üblicher Handelszeit auf kontinuierlicher Basis.
- Ausnahmen heute uneinheitlich,
- Kohärenz angestrebt
  - Große Handelsvolumina,
  - Zulassung durch Behörden,
  - Meldung an ESMA.

# Vorschlag der ESMA bzgl. Transparenzregeln (1)

- Maßgeblich für die Pflicht zur Vorhandelstransparenz ist der Begriff des sog. „liquiden Markts“ (vgl. Art. 4, 5 MiFIR sowie Art. 14, 18 MiFIR)
- Für das Vorliegen eines liquiden Marktes müssen 4 Voraussetzungen erfüllt sein:
  - Streubesitz („Free Float“),
  - Tagesdurchschnitt der Transaktionen in diesen Finanzinstrumenten,
  - Tagesdurchschnitt der mit diesen Finanzinstrumenten erzielten Umsätze,
  - Täglicher Handel.
- Für Aktien und „Depositary Receipts“ liegt ein liquider Markt vor, wenn:
  - Streubesitz = mind. 100 Mio. Euro,
  - Tagesdurchschnitt der Transaktionen = mind. 250,
  - Tagesdurchschnitt der erzielten Umsätze = mind. 1 Mio. Euro.

# Vorschlag der ESMA bzgl. Transparenzregeln (2)

- Für ETF liegt ein liquider Markt vor, wenn:
  - Streubesitz = mind. 100 ausgegebene Anteile,
  - Tagesdurchschnitt der Transaktionen = mind. 10 (Im Konsultationspapier der ESMA wurden noch mind. 20 Transaktionen verlangt),
  - Tagesdurchschnitt der erzielten Umsätze = mind. 500.000 Euro.
  
- Für Zertifikate liegt ein liquider Markt vor, wenn:
  - Streubesitz = mind. 1 Mio. Euro,
  - Tagesdurchschnitt der Transaktionen = mind. 20,
  - Tagesdurchschnitt der erzielten Umsätze = mind. 500.000 Euro.

# Nachhandelstransparenz

- Für geregelte Märkte sowie MTF/OTF,
- Veröffentlichung von Preis, Volumen, Zeitpunkt,
- Für Aktien, Aktienzertifikate, börsengehandelte Fonds, Zertifikate und vergleichbare Finanzinstrumente, soweit zum Handel zugelassen oder über MTF/OTF gehandelt,
- So nah in Echtzeit wie technisch möglich,
- Ausnahmen bei großem Volumen.

# Veröffentlichung von Handelsdaten

- Geregelte Märkte, Marktbetreiber, MTF und OTF veröffentlichen Daten kostenlos (für das Publikum) binnen 15 Minuten,
- zu „angemessenen kaufmännischen Bedingungen“,
- Konkretisierung durch ESMA.

# Transparenzanforderungen für Nichteigenkapitalinstrumente

- Vorhandelstransparenz und Nachhandelstransparenz auch für:
  - Anleihen und Strukturierte Finanzprodukte,
    - soweit zum Handel zugelassen oder soweit Prospekt veröffentlicht,
  - Emissionszertifikate und Derivate,
    - soweit zum Handel zugelassen oder über MTF/OTF gehandelt.
- Gilt auch für verbindliche Interessenbekundungen,
- Ausnahmemöglichkeiten durch Behörden/ESMA.

# Systematische Internalisierer (1)

- Durch die MiFID II wird eine neue Definition des „*Systematischen Internalisierers*“ eingeführt.
- Als Systematische Internalisierer werden Wertpapierfirmen definiert, die in organisierter und **systematischer** Weise **häufig** („frequent and systematic“) **in erheblichem Umfang** („substantial basis“) Handel für eigene Rechnung durch Ausführung von Kundenaufträgen außerhalb eines Handelsplatzes treiben.
- Folge: Vorhandelstransparenz nicht mehr nur für Aktien, sondern grds. auch für Aktienzertifikate, ETF, Zertifikate und vergleichbare Finanzinstrumente (sog. „Equity Financial Instruments“) sowie für Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukte („Structured Finance Products“ bzw. „SFP“), Emissionszertifikate und Derivate (sog. „Non-Equity Financial Instruments“), **sofern für diese ein liquider Markt** besteht.

## Systematische Internalisierer (2)

- Die ESMA legt in ihrem Final Report Schwellenwerte für die Kriterien „frequent and systematic“ und „substantial basis“ fest.
- Unterschieden wird zwischen „Equity Financial Instruments“ und „Non-Equity Financial Instruments“, zwischen liquiden und illiquiden Finanzinstrumenten sowie zwischen Umsatz („turnover“) und Volumen („volume“).
- Die Einordnung als Systematischer Internalisierer erfolgt für jedes Finanzinstrument, d.h. im Hinblick auf Aktien können die Voraussetzungen vorliegen, für Schuldverschreibungen dagegen nicht.

# Schwellenwerte für Equity Financial Instruments

Frequent and systematic basis threshold (liquid instruments)	Number of OTC transactions executed by the investment firm on own account during the last <b>6 months</b> / total number of transactions in the same financial instrument in the EU	$\geq 0,4 \%$ and at least once a day
Frequent and systematic basis threshold (illiquid instruments)	Minimum trading frequency	at least once a day during the last 6 months
Substantial basis threshold Criteria 1	Size of OTC trading by investment firm in a financial instrument on own account during the last 6 months / <b>total turnover</b> in the same financial instrument executed by the investment firm	$\geq 15 \%$
Substantial basis threshold Criteria 2	Size of OTC trading by investment firm in a financial instrument on own account during the last 6 months / total turnover in the same financial instrument in the EU	$\geq 0,4 \%$

# Schwellenwerte für Non-Equity Financial Instruments

		Bonds	SFP	Derivatives	Emission allowances
Frequent and systematic basis threshold (liquid instruments)	Number of transactions executed by the investment firm on own account OTC / total number of transaction in the same financial instrument in the EU	2 to 3% and at least once a week	3 to 5% and at least once a week	2 to 3% and at least once a week	3 to 5% and at least once a week
Frequent and systematic basis threshold (illiquid instruments)	Minimum trading frequency	at least once a week			
Substantial basis threshold Criteria 1	Size of OTC trading by investment firm in a financial instrument on own account / <b>total volume</b> in the same financial instrument executed by the investment firm	25%	30%	25%	30%
Substantial basis threshold Criteria 2	Size of OTC trading by investment firm in a financial instrument on own account / total volume in the same financial instrument in the EU	0,5 to 1,5%	1,5 to 3%	0,5 to 1,5%	1,5 to 3%

# Systematische Internalisierer (3)

- ESMA verlangt quartalsweise (jeweils am ersten Arbeitstag der Monate Januar, April, Juli und Oktober) Überprüfung, ob Schwellenwerte für die Einordnung als systematischer Internalisierer erfüllt sind.
- Hierfür sind die Daten der letzten 6 Monate zugrunde zulegen.
- Neuemissionen können bei den sog. Equity Financial Instruments nur berücksichtigt werden, wenn die zur Verfügung stehenden Daten mindestens einen Zeitraum von 3 Monaten, bei Non-Equity Financial Instruments einen Zeitraum von 6 Wochen abdecken.
- Systematische Internalisierer müssen innerhalb von 2 Monaten sicherstellen, dass sie die Anforderungen zur Offenlegung von Vorhandels- und Nachhandelsdaten (Art. 13 MiFIR), zur Offenlegung von verbindlichen Kursofferten (Art. 14, 18 MiFIR) sowie zur Ausführung von Kundenaufträgen (Art. 15 MiFIR) erfüllen.

# Systematische Internalisierer (4)

- Pflicht zur **Vorhandelstransparenz** (nur soweit liquider Markt vorhanden!):
  - Stellung verbindlicher Kursofferten für Aktien, Aktienzertifikate, börsengehandelte Fonds, Zertifikate und vergleichbare Finanzinstrumente (Institute können jedoch entscheiden, welchen Kunden sie Zugang zu ihren Kursofferten geben),
  - Ausnahme: bei Aufträgen über der Standardmarktgröße (= Durchschnittswert der Aufträge, die am Markt für jede Klasse von Aktien, Aktienzertifikaten, börsengehandelten Fonds, Zertifikaten oder anderen vergleichbaren Finanzinstrumenten ausgeführt werden),
  - Kursofferte muss mindestens 10 % der Standardmarktgröße einer Aktie, eines Aktienzertifikats, eines börsengehandelten Fonds, eines Zertifikats oder eines anderen vergleichbaren Finanzinstruments, die an einem Handelsplatz gehandelt werden, entsprechen.
  - Ziel: gestellte Kurse spiegeln die vorherrschenden Marktbedingungen wider.
  - Kursofferten sind regelmäßig und kontinuierlich während der üblichen Handelszeiten zu veröffentlichen bzw. ggf. zu aktualisieren und den übrigen Marktteilnehmern zu angemessenen kaufmännischen Bedingungen in leicht zugänglicher Weise bekanntzumachen.

# Systematische Internalisierer (5)

- Bei nichtliquidem Markt Kursofferte nur auf Anfrage der Kunden
- **Ausführung von Wertpapieraufträgen:**
  - Ein systematischer Internalisierer ist ein Ausführungsplatz (vgl. Art. 27 Abs. 3 MiFID II),
  - Verpflichtung zur Ausführung zu „gebotenen“ Kursen,
  - bessere Kurse nur soweit innerhalb veröffentlichter und marktnaher Bandbreite,
  - mindestens einmal jährlich müssen der Öffentlichkeit gebührenfrei Informationen über die Qualität der Ausführung von Aufträgen zur Verfügung gestellt werden,
  - Nach Ausführung eines Geschäfts Mitteilung an den Kunden, wo der Auftrag ausgeführt wurde.
- **Nachhandelstransparenz:**
  - Ein systematischer Internalisierer hat das Volumen und den Kurs der ausgeführten Geschäfte sowie den Zeitpunkt ihres Abschlusses zu veröffentlichen.
  - Diese Informationen sind im Rahmen eines APA bekannt zu geben.

# Systematische Internalisierer (6)

- **Meldepflichten:** zu melden sind alle Transaktionen von Instituten für eigene Rechnung oder im Namen von Kunden zu:
  - Aktien, Aktienzertifikaten, Derivaten (auch OTC-Derivate), Börsengehandelten Fonds, Zertifikaten und vergleichbaren Finanzinstrumenten,
  - Soweit zum Handel an geregelter Markt zugelassen oder über MTF/OTF gehandelt oder Antrag auf Zulassung zum Handel gestellt,
  - Meldepflicht künftig auch bei bloßer Orderweiterleitung (Art. 26 Abs. 4 MiFIR),
  - Volumen und Kurs der Geschäfte sowie Zeitpunkt des Abschlusses,
  - Identifizierung juristischer Personen über Kennung für Rechtsträger (Legal Entity Identifier).
  
- **Aufzeichnungspflichten:** Institute müssen sämtliche Aufträge und sämtliche Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die sie entweder für eigene Rechnung oder im Namen ihrer Kunden getätigt haben, aufzeichnen und die einschlägigen Daten mindestens für 5 Jahre aufbewahren.

# EMIR (1)

- EMIR: European Market Infrastructure Regulation – Verordnung (EU) Nr. 648/2012 vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister
- In Kraft seit dem 16. August 2012
- Inhalt: aufsichtsrechtliche Anforderungen an die Parteien von Derivatetransaktionen
- Unmittelbare Geltung in Deutschland
- Konkretisierung durch Technische Regulierungsstandards
- Ziele:
  - Reduzierung systemischer Risiken des Derivatehandels
  - Transparenz von Risiken in zusammengefasster Form
  - Detaillierte Information der Aufsichtsbehörden über Risikopositionen

# EMIR (2)

- **Erfasste Finanzinstrumente** bis zur Umsetzung der MiFID II: Derivate i.S.d. Anhang I C Nr. 4-10 MiFID, die nicht auf einem geregelten Markt oder auf einem gleichwertigen Markt eines Drittstaates ausgeführt werden. Beispiele:
  - Alle Derivatekontrakte in Bezug auf Wertpapiere, Währungen, Zinssätze oder Zinserträge sowie alle anderen Derivat-Instrumente, finanzielle Indizes oder Messgrößen, die effektiv geliefert oder bar abgerechnet werden können (vgl. Anhang I C Nr. 4 MiFID),
  - Alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die bar abgerechnet werden können (Anhang I C Nr. 5 MiFID) oder die an einem geregelten Markt und/oder MTF gehandelt werden und effektiv geliefert werden können (Anhang I C Nr. 6 MiFID),
  - Derivative Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken (Anhang I C Nr. 8 MiFID),
  - Finanzielle Differenzgeschäfte (Anhang I C Nr. 9 MiFID).
- BaFin: Erstreckung auf Derivate i.S.d. MiFID II erst mit deren Umsetzung (Derivate auf Emissionsberechtigungen (Anhang I C Nr.11 MiFID II)).

# EMIR (3)

- **Zentrale Gegenpartei („CCP“)** ist eine juristische Person, die zwischen die Gegenparteien der auf einem oder mehreren Märkten gehandelten Kontrakte tritt und somit als Käufer für jeden Verkäufer bzw. als Verkäufer für jeden Käufer fungiert (vgl. Art. 2 Nr. 1 EMIR).
- **Finanzielle Gegenpartei** (vgl. Art. 2 Nr. 8 EMIR):
  - zugelassene Wertpapierfirmen (vgl. RL 2004/39/EG),
  - zugelassene (Rück)Versicherungsunternehmen (vgl. RL 73/239/EWG, 2002/83/EG, 2005/68/EG),
  - zugelassene OGAW (vgl. RL 2009/65/EG),
  - Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (vgl. Art.6 lit. a RL 2003/41/EG),
  - AIF, die von AIFM i.S.d. RL 2011/61/EU verwaltet werden.
- **Nichtfinanzielle Gegenparteien** (vgl. Art. 2 Nr. 9 EMIR): Alle anderen Unternehmen mit Sitz in der EU, die nicht finanzielle Gegenpartei sind.

# EMIR (4)

- **Zentrale Clearingpflicht** für standardisierte OTC-Derivate (vgl. Art. 4, 5 und 10 EMIR), gilt für:
  - finanzielle Gegenparteien, die in der EU beaufsichtigt werden,
  - nichtfinanzielle Gegenparteien, wenn sie in einem größeren Umfang Derivate einsetzen, die nicht zur Absicherung der wirtschaftlichen Risiken ihrer Geschäftstätigkeit dienen. Die Pflicht gilt mit Überschreitung der folgenden Schwellenwerte (vgl. Art. 11 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 149/2013):
    - für OTC-Kreditderivatekontrakte ein Bruttonennwert von 1 Mrd. EUR,
    - für OTC-Aktienderivatekontrakte ein Bruttonennwert von 1 Mrd. EUR,
    - für OTC-Zinsderivatekontrakte ein Bruttonennwert von 3 Mrd. EUR,
    - für OTC-Devisenderivatekontrakte ein Bruttonennwert von 3 Mrd. EUR,
    - für OTC-Warenderivatekontrakte ein Bruttonennwert von 3 Mrd. EUR.

# EMIR (5)

- Für nicht durch eine zentrale Gegenpartei geclearte OTC-Derivatekontrakte sind **Risikominderungstechniken** vorgesehen (vgl. Art. 11 EMIR).
  - Gewährleisten eines angemessenen Verfahrens und Vorkehrungen, um das operationelle Risiko und das Gegenparteiausfallrisiko zu ermessen, zu beobachten und zu mindern.
  - Mindestanforderungen:
    - Rechtzeitige Bestätigung der Bedingungen des betreffenden OTC-Derivatekontrakts (ggf. elektronisch)
    - Formalisierte Prozesse, die solide, belastbar und prüfbar sind, zur
      - Abstimmung von Portfolios,
      - Beherrschung der damit verbundenen Risiken,
      - Frühzeitigen Erkennung und Ausräumung von Meinungsverschiedenheiten zwischen Parteien
      - Beobachtung des Werts ausstehender Kontrakte.

# EMIR (6)

- **Transaktionsregister** (vgl. Art. 6 EMIR): Transaktionsregister ist eine in der EU ansässige juristische Person, die eine Datenbank zur Speicherung und Verarbeitung von Meldungen über Derivategeschäfte betreibt (vgl. Art. 2 Nr. 2, Art. 55 bis 82 EMIR).
  - Aufsichtszuständigkeit bei ESMA
  - Veröffentlichung des Transaktionsregisters auf Homepage der ESMA
  - Meldepflicht nach Art. 9 EMIR von Derivategeschäften (auch börsliche) an Transaktionsregister (u.a. Angabe der Kategorien von OTC-Derivaten, der für die Clearingpflicht zugelassene zentrale Gegenpartei, der Mindestrestlaufzeit der Derivatekontrakte)

# EMIR (7)

## ■ **Meldepflicht** an Transaktionsregister (vgl. Art. 9 EMIR):

- Meldepflicht gilt für alle Gegenparteien und zentrale Gegenparteien
- Zu melden ist jeder Abschluss, jegliche Änderung und jede vorzeitige Beendigung von Derivatekontrakten
- Zu melden sind mindestens folgende Informationen:
  - Identität der Parteien des Derivatekontrakts
  - die wesentlichen Merkmale der Derivatekontrakte (Art, Fälligkeit, Nominalwert, Preis, Abwicklungsdatum)
- Nähere Vorgaben erfolgen durch Technische Regulierungsstandards

## ■ **Informationszugang** zum Transaktionsregister (vgl. Art. 81 EMIR):

- Direkter Zugang für alle EMIR-relevanten Behörden (z.B. ESMA, ESRB und nationale Aufsichtsbehörden)
- Anderen EU-Behörden werden die Informationen übermittelt, die diese für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben benötigen.

# EMIR (8)

## ■ Zulassung und laufende Beaufsichtigung von zentralen Gegenparteien:

- EU-einheitliches Zulassungsverfahren (vgl. Art.17 EMIR)
- Antrag an Aufsichtsbehörde, in dem die zentrale Gegenpartei niedergelassen ist. Diese erteilt Erlaubnis zum Clearing von Finanzinstrumenten. Zulassung gilt für die gesamte EU (vgl. Art. 14 EMIR).
- Eigenkapitalanforderungen (ständig verfügbares Kapital i.H.v. 7,5 Mio. EUR; vgl. Art.16 EMIR).
- Prüfung der Zulassungsvoraussetzung durch Aufsichts-Kollegium (vgl. Art. 18 und 19 EMIR).
- Laufende Beaufsichtigung der zentralen Gegenpartei durch Aufsichtsbehörde in dem Land, in dem zentrale Gegenpartei niedergelassen ist (vgl. Art. 22 EMIR).

# EMIR (9)

## ■ Pflichten der zentralen Gegenpartei:

- Organisatorische Anforderungen (insb. klare Organisationsstruktur; vgl. Art. 26 EMIR)
- Zuverlässige und fachlich geeignete Geschäftsleitung (vgl. Art. 27 EMIR)
- Einrichtung eines Risikoausschusses (vgl. Art. 28 EMIR)
- Aufbewahrungspflicht für mindestens zehn Jahre (vgl. Art. 29 EMIR)
- Informationspflichten gegenüber den zuständigen Behörden (z.B. bzgl. sämtlicher Veränderungen in der Geschäftsleitung; vgl. Art. 31 EMIR)
- Wirksame Vorkehrungen gegen Interessenkonflikte (vgl. Art. 33 EMIR).
- Wohlverhaltensregeln (vgl. Art. 36 ff. EMIR).

**Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit**

