



Systematische Internalisierung -Status quo

Heiko Haberstroh

Stefan Korger

Systematische Internalisierung - Status quo

Handelt eine Wertpapierfirma im Kundenauftrag gegen ihr eigenes Buch OTC, spricht man von Internalisierung. Erfolgt dies – verkürzt dargestellt – in erheblicher Dimension mit Instrumenten, die auch an Handelsplätzen gehandelt werden, findet laut MiFIDII systematische Internalisierung statt. Gilt eine Wertpapierfirma als systematischer Internalisierer, zieht dies zusätzliche Anforderungen an das Transaktionsreporting und an die geforderte Transparenz nach sich.

Die European Securities and Markets Authority (ESMA) verkündet, dass sie die Daten zur Evaluierung der systematischen Internalisierung erstmalig für alle Nicht-Eigenkapitalinstrumente am 01.08.2020 bereitstellt. Infolgedessen unterliegen betroffene Wertpapierfirmen erstmals ab dem 15.09.2020 der Regulatorik für systematische Internalisierung bei Derivaten, strukturierten Finanzprodukten, Emissionszertifikaten, börsengehandelten Rohstoffen und börsengehandelten Schuldverschreibungen.

Bis zu diesem Stichtag sind Wertpapierfirmen verpflichtet, Prozesse und Systeme zu implementieren, um die Einstufung der systematischen Internalisierung und ggf. die mit dem systematischen Internalisierer Status einhergehenden Verpflichtungen zu erfüllen.

Ausgangssituation

Gemäß MiFIDII Artikel 4(20) ¹ gilt eine Wertpapierfirma als systematischer Internalisierer (SI), wenn diese in organisierter und systematischer Weise häufig in erheblichem Umfang mit an einem Handelsplatz gehandelten Finanzinstrumenten

¹<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32014L0065>
(Aufgerufen am 24.04.2020)

Systematische Internalisierung -Status quo

Handel für eigene Rechnung treibt, wenn sie Kundenaufträge außerhalb eines geregelten Marktes oder eines Multilateralen beziehungsweise Organisierten Handelssystems (Multilateral / Organised Trading Facility – MTF / OTF) ausführt, ohne selbst ein MTF zu betreiben.

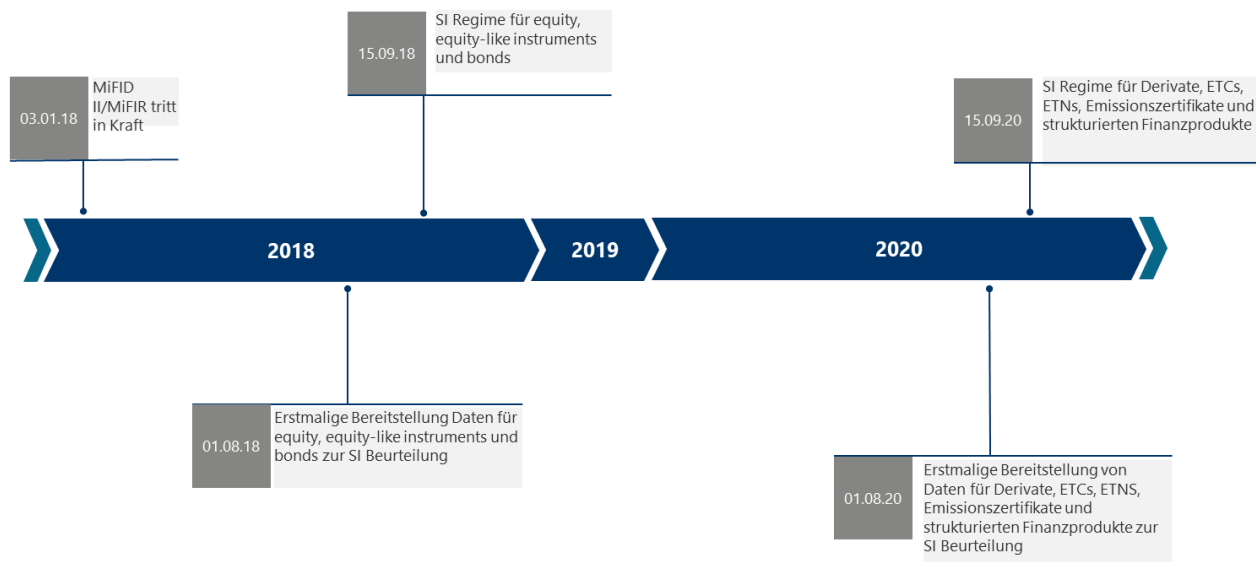
Eine Wertpapierfirma ist dazu verpflichtet den SI-Status für Eigenkapitalinstrumente und eigenkapitalähnliche Instrumente (Aktien, Aktienzertifikate, börsengehandelte Fonds (ETFs), Zertifikate und vergleichbare Finanzinstrumente) und für Nicht-Eigenkapitalinstrumente (Bonds, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate, Derivate, börsengehandelte Rohstoffe (ETC) und börsengehandelte Schuldverschreibungen (ETNs)) vierteljährlich zu evaluieren.

Um die entsprechenden Schwellenwerte zu prüfen, muss eine Wertpapierfirma das Eigenhandelsaufkommen in Relation zum EU-weiten Handelsaufkommen des Finanzinstruments setzen. Für Eigenkapitalinstrumente und eigenkapitalähnliche Instrumente, sowie für Bonds stellt die European Securities and Markets Authority die EU-weiten Daten zur Ermittlung des SI-Status seit dem 01.08.2018 bereit. Diese Daten werden seitdem im dreimonatlichen Zyklus von der ESMA veröffentlicht. Das SI-Regime und die damit verbundene Regulatorik für Eigenkapital und eigenkapitalähnliche Instrumente sowie für Bonds ist am 15.09.2018 in Kraft getreten.

Für die meisten Nicht-Eigenkapitalinstrumente konnte die ESMA den ursprünglichen Plan zur Bereitstellung der EU-weiten Daten, welche zur SI-Beurteilung benötigt werden, nicht einhalten. Zunächst verkündete sie am 30. Januar 2019, dass die Bereitstellung der Daten für Nicht-Eigenkapitalinstrumente, mit Ausnahme von Bonds, bis spätestens 2020 verschoben wird, da die Datenqualität noch nicht dem angestrebten Niveau entspricht und der Umfang der Daten noch nicht adäquat ist.

Am 09.04.2020 gab die ESMA bekannt, dass die Daten für Derivate, ETCs, ETNs, Emissionszertifikate und strukturierten Finanzprodukte am 01.08.2020 erstmalig bereitgestellt werden. Daraufhin findet das SI-Regime und die damit verbundenen

regulatorischen Anforderungen für diese Finanzprodukte ab dem 15.09.2020 Anwendung².



Kurzfristige Konsequenzen

Mit dem Inkrafttreten des SI-Regimes für Derivate, ETCs, ETNs, Emissionszertifikate und strukturierte Finanzprodukte sind Wertpapierfirmen verpflichtet, den SI-Status dieser Finanzinstrumente zu beurteilen und ggf. müssen sie die mit dem SI-Status einhergehende Regulatorik erfüllen. Um auf das Stichdatum vorbereitet zu sein, müssen vorab folgende Punkte beachtet werden:

- Um den Fokus auf spezifische Finanzinstrumente oder Gruppen legen zu können, sollten, ggf. in Zusammenarbeit mit dem Approved Publication Arrangement (APA)³, mögliche Kandidaten für die SI-Qualifikation ermittelt werden. Die Deutsche Börse bietet beispielhaft in ihrem MiFID II SI-Services ein fortlaufendes Monitoring der Trading-Aktivitäten an, was die frühzeitige Erkennung des SI-Status ermöglicht.

²<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-postpones-publication-dates-annual-non-equity-transparency-calculations>

(Aufgerufen am 24.04.2020)

³Ein APA ist eine Person, die gemäß MiFIDII autorisiert ist, die Dienstleistung der Veröffentlichung von Handelsauskünften im Namen von Wertpapierfirmen zu erbringen (MiFIDII Art. 4(1)(52)).

- Erarbeitung und Implementierung von Prozessen und Systemen, um die in Kapitel 0 Regulatorische Pflichten SI-Status beschriebenen Anforderungen zu erfüllen.
- Prüfung und ggf. Erweiterung der gebuchten Services bei den Service Providern (z.B. Regulatory Services GmbH der Deutschen Börse AG).
- Eine Registrierung der SI-betroffenen Finanzinstrumente im RDU SI-Register⁴ ist empfehlenswert, um z.B. die Anforderungen aus dem Kapitel 0 Nachhandelstransparenz (SI meldet als Käufer) konform mit der Regulatorik erfüllen zu können.

Regulatorische Pflichten SI-Status

Ermittlung der vom SI-Status betroffenen Finanzinstrumente

Wertpapierfirmen müssen vierteljährlich basierend auf den vorherigen sechs Monaten auswerten, ob sie sich als SI qualifizieren. Zur Ermittlung des SI-Status definiert der Regulator quantitative Schwellenwerte zu den Kriterien „in organisierter und systematischer Weise“ und „in erheblichem Umfang“, bei welchen das Eigenhandelsaufkommen in Relation zum EU-weiten Handelsaufkommen des betrachteten Finanzinstruments gesetzt wird (Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 Art. 12 - 16⁵).

Besonders zu beachten ist, dass eine Wertpapierfirma als SI in Bezug auf alle Derivate, Bonds, strukturierte Finanzprodukte und/oder Emissionszertifikate innerhalb einer Kategorie gilt. Somit muss bei der Qualifizierung eines spezifischen Derivates, Bonds und/oder strukturierte Finanzproduktes die zugehörige Kategorie ermittelt werden, um für die gesamte Kategorie die regulatorischen

⁴<https://www.smartstreamrdu.com/#reg3>

(Aufgerufen am 24.04.2020)

⁵<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32017R0565>

(Aufgerufen am 24.04.2020)

Anforderungen erfüllen zu können. Derzeitiger Marktkonsens ist, dass diese Kategorien analog zu den Klassen, die zur Einstufung der Liquidität definiert wurden (RTS2⁶), bestimmt werden⁷.

Bekanntgabe der SI-Qualifizierung

Bei einer eintretenden SI-Qualifikation (Aufnahme Tätigkeit als SI), genauso wie bei einer Aufgabe der Tätigkeit als SI, ist die zuständige Behörde in Kenntnis zu setzen (z.B. BaFin⁸).

Nachhandelstransparenz (SI meldet als Käufer)

Unter MiFID II müssen Information zu Transaktionen, wie Volumen und Preis, unmittelbar durch ein APA veröffentlicht werden. Hierbei besteht das „single-sided disclosure“, was bedeutet, dass lediglich eine in der Transaktion involvierte Partei die Geschäftsinformationen offenlegen muss. Wenn eine Transaktion zwischen zwei Wertpapierfirmen außerhalb eines geregelten Marktes auf eigene Rechnung oder im Namen von Kunden getätigt wird, veröffentlicht nur der Verkäufer das Geschäft durch ein APA (RTS2 Art. 7(5)⁹). Tritt aber die kaufende Firma in dieser Situation als SI auf, veröffentlicht der SI das Geschäft durch ein APA und ist dazu

⁶<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0583>

(Aufgerufen am 24.04.2020)

⁷ BaFin:

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa_bj_1704_Internalisierung.htm (Aufgerufen am 24.04.2020)

DBAG: Für den „SI Identification Service“ der DBAG werden die „most granular class level as per RTS2“ für die Klassifizierung verwendet.

⁸https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Formular/WA/fo_170105_wphg_si.pdf?__blob=publicationFile&v=3

(Aufgerufen am 24.04.2020)

⁹<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0583>

(Aufgerufen am 24.04.2020)

verpflichtet, die Gegenpartei, welche nicht als SI auftritt, von seiner Maßnahme zu unterrichten (RTS2 Art. 7(6) ¹⁰).

Vorhandelstransparenz (Kursofferten)

Wertpapierfirmen sind verpflichtet, verbindliche Kursofferten für Eigenkapitalinstrumente und eigenkapitalähnliche Instrumente offenzulegen, die an einem Handelsplatz gehandelt werden, für die sie eine systematische Internalisierung betreiben und für die ein liquider Markt existiert. Besteht kein liquider Markt für diese Finanzinstrumente, so bieten SI ihren Kunden für diese Finanzinstrumente auf Anfrage Kursofferten an (MiFIR Art. 14¹¹).

Für Nicht-Eigenkapitalinstrumente, die an einem Handelsplatz gehandelt werden und für die ein liquider Markt besteht, stellen SI - sofern sie mit der Abgabe einer Kursofferte einverstanden sind - Kursofferten bereit (MiFIR Art. 18 ¹²). Gemäß der Allgemeinverfügung¹³ befreit die BaFin auf Basis von MiFIR Art. 18(2) SI von der Verpflichtung von Kursofferten bei illiquiden Nicht-Eigenkapitalinstrumenten.

Die Verpflichtung von SI zur Veröffentlichung von Kursofferten ist abhängig davon, ob für das betrachtete Finanzinstrument ein liquider oder ein nicht-liquider Markt besteht. Die Liquidität eines Marktes wird entweder statisch festgelegt oder periodisch anhand von quantitativen und/oder qualitativen Maßstäben ermittelt (RTS2 Artikel 13¹⁴).

¹⁰<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0583>
(Aufgerufen am 24.04.2020)

¹¹<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0600>
(Aufgerufen am 24.04.2020)

¹² <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0600>
(Aufgerufen am 24.04.2020)

¹³https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_18010_2_allgvfg_systematische_internalisierer.html?nn=9021442_ (Aufgerufen am 24.04.2020)

¹⁴https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0583_
(Aufgerufen am 24.04.2020)

Systematische Internalisierung -Status quo

SI dürfen entsprechend ihrer Geschäftspolitik und in objektiver, nichtdiskriminierender Weise entscheiden, welchen Kunden sie wie Zugang zu ihren Kursofferten geben. Derzeit wird von der ESMA in Erwägung gezogen, die Vorhandelstransparenz für SI anzupassen. Um die Zugänglichkeit von den Kursofferten zu verbessern, sollen SI die Kursofferten bis spätestens 15 Minuten nach der Veröffentlichung kostenlos zur Verfügung stellen. Zudem sollen die zu meldenden Daten stärker standardisiert werden¹⁵.

Referenzdatenmeldung

Vor Beginn des Handels mit einem Finanzinstrument über einen SI ist dieser dazu verpflichtet, die internationale Wertpapieridentifikationsnummer (ISIN) nach ISO 6166 für das Finanzinstrument zu beziehen (RTS23 Artikel 3(1)¹⁶). Des Weiteren meldet jeder SI seinen zuständigen Behörden Referenzdaten in Bezug auf andere unter MiFIR Artikel 26 Absatz 2 fallende Finanzinstrumente, die über sein System gehandelt werden (MiFIR Art. 26(2), 27¹⁷).

Ausführungsqualitätsberichte

Wertpapierfirmen (SI einbezogen) verpflichten sich zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen. SI sind verpflichtet, im Rahmen dessen, vierteljährliche Berichte über die Ausführungsqualität der Transaktionen zur Verfügung zu stellen. Die Berichte werden für jedes Marktsegment auf Instrument- und Handelstag-Ebene erstellt. Sie enthalten Details zu dem Preis, den Kosten, der Geschwindigkeit,

¹⁵ Q8 und Q9: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-mifir-transparency-regime-non-equity-instruments>, (Aufgerufen am 24.04.2020)

¹⁶ https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?toc=OJ:L:2017:087:TOC&uri=uriserv:OJ.L_.2017.087.01.0368.01.ENG

(Aufgerufen am 24.04.2020)

¹⁷ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0600>

(Aufgerufen am 24.04.2020)

Systematische Internalisierung -Status quo

dem Handelssystem, -modi und -plattform und der Wahrscheinlichkeit der Ausführung von Kundengeschäften (MiFIDII Art. (10)(a), 27(3)¹⁸ und RTS27¹⁹).

Handelsaussetzung

Wenn die zuständige Behörde oder die ESMA die Aussetzung oder den Ausschluss eines Finanzinstruments vom Handel veranlasst, sind SI verpflichtet den Handel mit diesem Finanzinstrument oder den entsprechenden Derivaten ebenfalls auszusetzen (MiFIDII Art. 32(2)²⁰).

Traded on a Trading Venue (ToTV)

Ein Aspekt der Klassifizierung als SI ist der Handelsplatzbezug des betrachteten Finanzinstruments. Unter den Aspekt des Handelsplatzbezuges fallen unter anderem Finanzinstrumente, die zum Handel zugelassen sind oder die an einem Handelsplatz gehandelt werden (Traded on Trading Venue - ToTV). Im Bereich der Derivate ist dieses ToTV-Kriterium ungenau, da diese oftmals wenig standardisiert sind. Ein Derivat gilt derzeit als ToTV, wenn es sich die Referenzdaten (Datenformat Referenzdaten: RTS23 Tabelle 3 ²¹) mit einem am Markt gehandelten Finanzinstruments teilt (ESMA Meinung 22 Mai 2017 ²²). Aktueller Marktkonsens ist, dass für die ToTV-Prüfung die Referenzdaten des zu prüfenden

¹⁸<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32014L0065>

(Aufgerufen am 24.04.2020)

¹⁹<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0575>

(Aufgerufen am 24.04.2020)

²⁰<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32014L0065>

(Aufgerufen am 24.04.2020)

²¹https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?toc=OJ:L:2017:087:TOC&uri=uriserv:OJ.L_.2017.087.01.0368.01.ENG

(Aufgerufen am 24.04.2020)

²² ESMA Meinung 22 Mai 2017 siehe 11 & 12

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-117_mifir_opinion_on_totv.pdf, (Aufgerufen am 24.04.2020)

Finanzinstruments mit den Daten der FIRDS²³ abgeglichen werden²⁴. Wenn Feld 1 „Kennung des Instruments“ (ISIN) nicht befüllt ist, kann das Finanzinstrument nicht als ToTV gelten. Das ToTV-Kriterium nimmt im Allgemeinen eine zentrale Rolle in den MiFIDII Transparenz und Transaktionsreporting Anforderungen ein. Aber speziell bei Derivaten referenziert oftmals keine ISIN zu dem Finanzinstrument, da eine generelle ISIN Pflicht nicht besteht. Durch das Fehlen einer referenzierenden ISIN ist das ToTV-Kriterium somit nicht erfüllt. Infolgedessen diskutiert die ESMA aktuell folgende drei Möglichkeiten wie in Zukunft mit dem ToTV-Kriterium umgegangen wird, um die Markttransparenz zu erhöhen²⁵:

- Möglichkeit 1: Beibehaltung der aktuellen Regelung gemäß ESMA Meinung vom 22 Mai 2017²⁶.
- Möglichkeit 2: Definieren des ToTV-Kriteriums innerhalb der Regulatorik, indem man eine Minimumanzahl an übereinstimmenden Merkmalen festlegt. Laut ESMA sollte die ISIN hierbei kein wesentliches Merkmal darstellen.
- Möglichkeit 3: Abschaffen des ToTV-Kriteriums für Derivate. Folglich müsste sich jedes Derivat der Nachhandelstransparenz und dem Transaktionsreporting unterwerfen.

Fazit

Ab dem 15.09.2020 findet das SI Regime und die damit verbundenen Regulatorik für Derivate, ETCs, ETNs, Emissionszertifikate und strukturierten Finanzprodukte Anwendung.

²³ https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_firds

(Aufgerufen am 24.04.2020)

²⁴ Z.B. die Deutsche Börse AG und die ANNA DSB verwenden die FIRDS als Basis für ihre ToTV-Prüfung.

²⁵ Q17:<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-mifir-transparency-regime-non-equity-instruments> (Aufgerufen am 24.04.2020)

²⁶ ESMA Meinung 22 Mai 2017 siehe 11 & 12

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-117_mifir_opinion_on_totv.pdf (Aufgerufen am 24.04.2020)

Systematische Internalisierung -Status quo

Derzeit ist die Situation aber noch mit vielen Unsicherheiten besetzt. Kann die ESMA bis dahin qualitative und vollständige Daten bereitstellen? Wie werden Derivate, strukturierte Finanzprodukte und Emissionszertifikate final kategorisiert? In welcher Form findet die Traded on a Trading Venue - Prüfung statt? Wie entwickelt sich die oben angesprochene ToTV-Thematik?

Finbridge beobachtet die Situation weiterhin sehr genau und dient Ihnen gerne als zentraler Ansprechpartner zur aktuellen Lage.

Bis zu dem Stichtag des Inkrafttretens des SI-Regimes sind betroffene Wertpapierfirmen verpflichtet, Prozesse und Systeme zu erarbeiten und zu implementieren, um die SI-Beurteilung durchzuführen und ggf. die mit der SI-Qualifizierung einhergehenden Verpflichtungen zu erfüllen.

Aufgrund unserer fundierten Expertise und langjährigen Erfahrung aus verschiedenen Umsetzungen in Zusammenhang mit regulatorischen Herausforderungen, wie beispielsweise MiFID/MiFIR, SFTR und EMIR bei unseren Kunden, können wir Ihnen hochqualifizierte Unterstützung in folgenden Bereichen anbieten:

- Projekt- und Testmanagement,
- Fachliche Spezifikation,
- Übersetzung der fachlichen Anforderungen in eine technische Konzeption,
- Übergreifende Projektarbeit zwischen Fach- und IT-Bereich,
- Testdurchführung und Fehleranalyse.

Finbridge ist ein spezialisiertes Beratungsunternehmen im Bereich Financial Services mit fundiertem Know-how des MiFID II APA Service der Deutschen Börse. Gerne stellen wir Ihnen bei Bedarf den Kontakt her.

Wir erstellen in Zusammenarbeit mit Ihnen eine passgenaue Lösung, mit der Sie das SI-Regime termingerecht und erfolgreich umsetzen. Sprechen Sie uns jetzt an!

Team



Heiko Haberstroh
Financial Engineer
Financial Engineering
[eMail](#) | [LinkedIn](#) | [Xing](#)



Stefan Korger
Senior Manager
Financial Engineering
[eMail](#) | [Xing](#)



Insights und Trends



Finbridge GmbH & Co. KG
Louisenstraße 100
61348 Bad Homburg v. d. H.
www.finbridge.de

Photo by [Alex Rainer](#) on [Unsplash](#), abgerufen am 26.04.2020.