

Organised Trading Facilities (OTF), Organisierte Handelssysteme

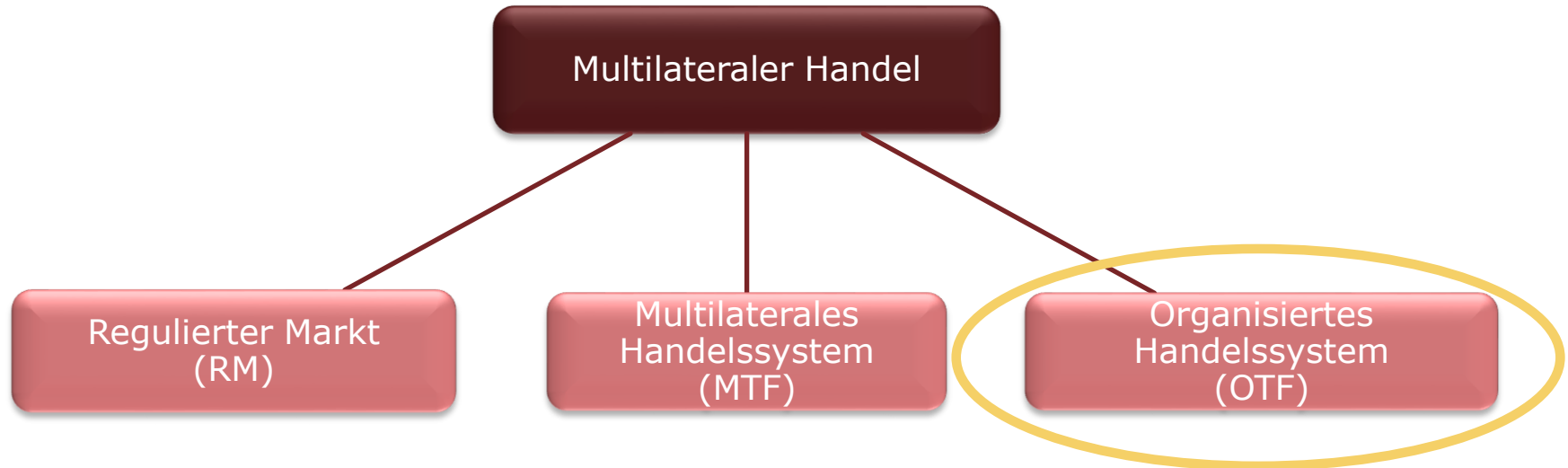
Workshop Marktinfrastruktur und Transparenz
Frankfurt am Main, 16.02.2017

1. Einführung
2. OTF-Eigenschaften
3. Ausübung von Ermessen
4. Aktuelles

1. Einführung
2. OTF-Eigenschaften
3. Ausübung von Ermessen
4. Aktuelles

1. Einführung (I)

OTF in der Handelsplatzssystematik nach MiFID II / MiFIR



Einführung einer neuen, dritten Form von Handelsplätzen, den sogenannten Organised Trading Facilities (OTF), als wesentliche Neuerung unter MiFID II / MiFIR in Bezug auf den Wertpapierhandel und die Marktstruktur.

1. Einführung (II)

OTF in der Handelsplatzsystematik nach MiFID II / MiFIR

- Ziele der Einführung des OTF:
 - Steigerung von Transparenz und Effizienz der verschiedenen multilateralen Handelsplätze auf den EU-Finanzmärkten in Bezug auf gleiche Wettbewerbsbedingungen, hier: für Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate und Derivate.
 - Sicherstellung angemessener Regulierung und diskriminierungsfreien Zugangs zum OTF.

1. Einführung (II)

Überblick: OTF im Regelungsumfeld von MiFID II

Ebene	Regelung	Gegenstand
Level 1	Art. 1 Abs. 7 MiFID II	Anwendungsbereich
	Art. 4 Abs. 1 Nr. 16, Anh. I C 6 MiFID II	Begriffsbestimmungen, hier: C.6-Energiederivatkontrakte
	Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 MiFID II	Begriffsbestimmungen, hier: organisiertes Handelssystem
	Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 MiFID II	Begriffsbestimmungen, hier: Handelsplatz
	Art. 18 MiFID II	Handel und Abschluss von Geschäften über MTF und OTF
	Art. 20 MiFID II	Besondere Anforderungen an OTF
	Art. 31, 32 MiFID II	MTF- / OTF-Compliance; Handelsaussetzung / -ausschluss
	Art. 18 Abs. 5, Art. 48 u. 49 MiFID II	Belastbarkeit der Systeme, Notfallsicherungen; Tick-Größen
Level 2	DurchführungsVO EU 2016/824 (ITS 19)	Technische Vorgaben für MTFs und OTFs; Meldepflichten
Level 3	ESMA Q&A	derzeit in Arbeit

1. Einführung
2. OTF-Eigenschaften
3. Ausübung von Ermessen
4. Aktuelles

2. OTF-Eigenschaften (I)

OTF-Eigenschaften gemäß MiFID II



2. OTF-Eigenschaften (II)

OTF als multilaterales Handelssystem / Handelsplattform

- Börsen, MTFs und OTFs sind multilaterale Handelssysteme.
Ein „multilaterales System“ ist definiert als ein System oder Mechanismus, der die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems zusammenführt, **Art. 4 Abs. 1 Nr. 19 MiFID II**.
- **OTFs** sind multilaterale Handelssysteme / Plattformen für den Handel mit sogenannten Nicht-Eigenkapital-Instrumenten (“non-equity instruments”): Schuldverschreibungen, strukturierten Finanzprodukte, Emissionszertifikaten und Derivaten, **Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 MiFID II**.
- **Wann ist eine Zulassung als OTF erforderlich?**
OTF = System + multilateral + Ausführung von Kundenaufträgen.
- Grundsätzlich: Der Terminus “System” sollte technologie-neutral bzw. **technikneutral** verstanden werden.

2. OTF-Eigenschaften (III)

OTF als multilaterales Handelssystem / Handelsplattform

- Ein **System** kann bejaht werden bei
 - Vorliegen einer elektronischen Handelsplattform und /oder
 - der systematischen Übermittlung der Handelsabsicht eines Kunden an die anderen Kunden, unabhängig von der verwendeten Technik, inklusive nicht elektronischer Mittel (z.B. mündlich).

- **Multilateral** bedeutet, dass
 - die Handelsabsicht eines Kunden mit derjenigen anderer Kunden interagiert, unabhängig vom gewählten Medium.
 - bei mindestens 3 Marktteilnehmern die Handelsabsicht eines Kunden wenigstens mit zwei weiteren interagieren kann.

2. OTF-Eigenschaften (IV)

OTF als multilaterales Handelssystem / Handelsplattform

- „**Ausführung der Kundenaufträge**“ kann auf zwei Arten verstanden werden:
 - innerhalb eines automatisierten / elektronischen OTF-Handelssystems (**technischer Ansatz**).
 - auf Grundlage des OTF-Regelwerks / der OTF-Terms & Conditions (**juristischer Ansatz**), um z.B. den telefonischen Handel (voice trading) zu erfassen.

2. OTF-Eigenschaften (V)

OTF als multilaterales Handelssystem / Handelsplattform

- Für OTFs gilt hinsichtlich des verwendeten Systems, dass - mit Zustimmung des Kunden - auch die Zusammenführung von Kundenaufträgen („*matched principal trading*“) zulässig ist, **Art. 20 Abs. 2 MiFID II**.
- **Art. 19 Abs. 5 MiFID II** regelt: „Die Mitgliedstaaten gestatten Wertpapierfirmen und Marktbetreibern, die ein **MTF** betreiben, nicht, [...] auf die Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge zurückzugreifen.“
- Hingegen heißt es in **Art. 20 Abs. 2 MiFID II**: „Die Mitgliedstaaten gestatten Wertpapierfirmen oder Marktbetreibern, die ein **OTF** betreiben, auf die Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge für Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate und bestimmte Derivate zurückzugreifen nur, wenn der Kunde dem Vorgang zugestimmt hat.“
- Diese Zustimmung wird i.d.R. durch AGB im Rahmen der Terms & Conditions des OTF abgedeckt.

2. OTF-Eigenschaften (VI)

OTF als multilaterales Handelssystem / Handelsplattform

- Ein OTF und ein Systematischer Internalisierer (SI) dürfen nicht von derselben juristischen Person betrieben werden, **Art. 20 Abs. 4 MiFID II**.
 - Frage: Ist dieses Verbot weitgehend zu verstehen, d.h. gilt es auch unabhängig von Assetklassen und Instrumenten?
 - Bsp.: SI handelt in Aktien, auf dem OTF werden Derivate gehandelt: Gilt auch hier, dass SI und OTF nicht von der gleichen juristischen Person betrieben werden?

2. OTF-Eigenschaften (VII)

OTF als multilaterales Handelssystem / Handelsplattform

- Im Gegensatz zu Börsen und MTFs haben OTFs keine Handelsteilnehmer, sondern Kunden. vgl. **Art. 20 Abs. 1 MiFID II** („*Ausführung von Kundenaufträgen in einem OTF*“)
- Daraus folgt, dass hinsichtlich der auf einem OTF abgeschlossenen Geschäfte Wohlverhaltensregeln („*client facing rules*“) gelten, und zwar unabhängig davon, ob das OTF von einer Wertpapierfirma oder einem Marktbetreiber betrieben wird. Dazu gehören z.B.:
 - Art. 24 MiFID II - Allgemeine Grundsätze und Kundeninformation
 - Art. 25 MiFID II - Beurteilung der Eignung und Zweckmäßigkeit sowie Berichtspflicht gegenüber Kunden
 - Art. 27 MiFID II - Verpflichtung zur kundengünstigsten Auftragsausführung
 - Art. 28 MiFID II - Vorschriften für die Bearbeitung von Kundenaufträgen

2. OTF-Eigenschaften (VIII)

OTF als multilaterales Handelssystem / Handelsplattform

- Energiegroßhandelsprodukte, die effektiv geliefert werden müssen, sind gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 16 i. V. m. **Anhang 1, Abschnitt C, Nr. 6 MiFID II** keine Finanzinstrumente, wenn sie auf einem OTF gehandelt werden (sog. "C6-REMIT"-Carve-Out)
- **Frage:** Kann ein OTF als OTF betrieben werden, wenn nur C(6)-non-Financial-Instruments gehandelt werden?
 - e.A.: Auf einem OTF müssen – neben den C(6)-non-Financial-Instruments – auch Finanzinstrumente gehandelt werden.
 - a.A.: C(6)-Instrumente werden C(6)-non-Financial-Instruments, wenn sie auf einem OTF gehandelt werden; für eine juristische Sekunde sind sie – vor dieser Einstufung als C(6)-Ausnahme – systematisch als Finanzinstrumente anzusehen. Daher bedarf es nicht des zusätzlichen Handels mit Finanzinstrumenten auf einem OTF, sollten dort nur C(6)-non-Financial-Instruments gehandelt werden.

1. Einführung
2. OTF-Eigenschaften
3. Ausübung von Ermessen
4. Aktuelles

3. Ausübung von Ermessen (I)

Ausübung des Ermessens durch den OTF-Betreiber gem. Art. 20 Abs. 6 MiFID II

- Im Gegensatz zu Börsen und MTFs, die nicht-diskretionär arbeiten müssen, hat der OTF-Betreiber **gem. Art. 20 Abs. 6 MiFID II zwingend Ermessen auszuüben**, und zwar bei Vorliegen eines oder beider der folgenden Umstände:
 - a) wenn er darüber entscheidet, einen Auftrag über das von ihm betriebene OTF zu platzieren oder zurückzunehmen.
-> „*Exercise of discretion at an order level*“.
 - b) wenn er darüber entscheidet, einen bestimmten Kundenauftrag nicht mit anderen zu einem bestimmten Zeitpunkt im System vorhandenen Aufträgen zusammenzuführen, sofern dies gemäß den spezifischen Anweisungen eines Kunden und den Verpflichtungen nach Art. 27 MiFID II [*Verpflichtung zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen*] erfolgt.
-> „*Exercise of discretion at an execution level*“.

3. Ausübung von Ermessen (II)

Ausübung des Ermessens durch den OTF-Betreiber gem. Art. 20 Abs. 6 MiFID II

- **“Exercise of discretion at an order level”:**
Ermessen des OTF-Betreibers, ob er eine Order eines Kunden
 - *überhaupt ausführt*
 - *Bsp.: OTF-Betreiber entscheidet sich um: nachdem er eine Order bereits platziert hat, merkt er, dass eine Ausführung auf einem anderen Handelsplatz zu einem besseren Ergebnis führen würde. Er nimmt die Order zurück und führt sie an einem andern Handelsplatz aus.*
 - *teilweise ausführt*
 - *Bsp.: OTF-Betreiber führt einen Teil der Order auf dem einen Handelsplatz aus, die verbleibende Teil-Order leitet er an einen anderen Handelsplatz.*
- Grundsätzlich “Exercise of discretion at an order level” nur dann, wenn dies nicht einer Weisung des Kunden zuwiderläuft.

3. Ausübung von Ermessen (III)

Ausübung des Ermessens durch den OTF-Betreiber gem. Art. 20 Abs. 6 MiFID II

- **“Exercise of discretion at an execution level”:**
Ermessen des OTF-Betreibers, ob, wann und in welchem Umfang er zwei ausführbare Orders im System zusammenführt.
 - *Bsp.: Auf einem OTF stehen sich auf der Geld-Seite eine Order zu 500 Stücken und auf der Brief-Seite zwei passende Orders zu je 300 Stücken gegenüber. Der OTF-Betreiber hat kann entscheiden, ob bzw. in welchem Umfang er die Orders zusammenführt*
- Grundsätzlich muss “Exercise of discretion at an execution level” im Einklang mit Weisungen des bzw. der betroffenen Kunden stehen und der Best Execution Policy entsprechen.

3. Ausübung von Ermessen (IV)

Ausübung des Ermessens durch den OTF-Betreiber gem. Art. 20 Abs. 6 MiFID II

- Folgende Aspekte sind bei der „Ausübung von Ermessen“ im Sinne des Art. 20 Abs. 6 MiFID II wichtig:
 - „*Order discretion*“ / „*Execution discretion*“ soll nicht nur eine theoretische Möglichkeit sein, die in den Terms & Conditions des OTF vorgesehen ist. Ausübung von Ermessen muss im gewöhnlichen Geschäftsablauf des OTF implementiert sein. Art. 20 Abs. 7 MiFID II stellt Anforderungen an die Darlegung gegenüber der Aufsichtsbehörde („ausführliche Beschreibung“).
 - „*Order discretion*“ / „*Execution discretion*“ müssen nicht auf einer Oder-für-Order-Basis, d.h. bei jeder einzelnen Order individuell ausgeübt werden.
 - Frage: Gilt bei der aufsichtlichen Beurteilung der „Ausübung von Ermessen“ auch der Grundsatz, dass ein OTF **technologieneutral** betrieben werden kann? Kann also ein OTF-Betreiber sein Handelssystem auch im Rahmen der Ermessensausübung vollautomatisiert auf Basis künstlicher Intelligenz / intelligenter Algorithmen betreiben?

1. Einführung
2. OTF-Eigenschaften
3. Ausübung von Ermessen
4. Aktuelles

4. Aktuelles

- ESMA erarbeitet derzeit „*Questions and Answers*“, um entsprechende Auslegungshinweise zu Einzelfragen auf Level III zu geben.
- Über ihre Mitarbeit in den relevanten Gremien wird die BaFin auch nach Veröffentlichung der Q&A bei Bedarf noch weiterhin Einzelfragen einbringen.