

MiFIR-Review

Übersicht über die wesentlichen Änderungen und offene Fragen

Die Ausführungen geben den aktuellen Diskussionsstand innerhalb der Deutschen Kreditwirtschaft wieder.

Alle Aussagen stehen unter dem Vorbehalt etwaiger entgegenstehender Aussagen und Auslegungshinweise (einschließlich FAQ) der BaFin, ESMA und EU-Kommission.

19. April 2024 (Version 3.0, final)

Inhalt

I. Änderungen der MiFID	3
1) Best Execution (Art. 27 MiFID) (Stand: 15. Februar 2024)	3
a) <i>Streichung der Ausführungsqualitätsberichte der Handelsplätze, SIs und Ausführungsplätze nach Art. 27 (3) MiFID</i>	3
b) <i>Streichung der Best-Execution-Berichte der Wertpapierfirmen nach Art. 27 (6) MiFID</i>	3
c) <i>Inkrafttreten/Anwendbarkeit</i>	3
2) Systematischer Internalisierer (SI) (Stand: 15. Februar 2024)	4
a) <i>Nur noch für Eigenkapitalinstrumente</i>	4
b) <i>Qualitative Kriterien statt quantitativer Berechnungen</i>	4
c) <i>Inkrafttreten/Anwendbarkeit</i>	5
II. Änderungen der MiFIR	6
1) Vorhandelstransparenz Nichteigenkapitalinstrumente (Derivate und Anleihen) (Stand: 15. Februar 2024, aktualisiert 4. April 2024)	6
2) Nachhandelstransparenz Nichteigenkapitalinstrumente für Handelsplätze (Stand: 15. Februar 2024, ergänzt am 6. März 2024, aktualisiert 4. April 2024)	6
a) <i>Anleihen: Abhängigkeit von der issuance size (Stand 15. Februar 2024)</i>	6
b) <i>Inkrafttreten/Anwendbarkeit für Anleihen (Stand 15. Februar 2024, aktualisiert 4. April 2024)</i>	7
c) <i>Nachhandelstransparenz für Derivate (Stand 6. März 2024)</i>	8
3) Nachhandelstransparenz Nichteigenkapitalinstrumente für Wertpapierfirmen (Stand: 15. Februar 2024, aktualisiert 4. April 2024)	9
a) <i>Sachlicher Anwendungsbereich im Hinblick auf Derivate (Stand 15. Februar 2024)</i>	10
b) <i>Inkrafttreten/Anwendbarkeit (Stand 15. Februar 2024, aktualisiert 4. April 2024)</i>	10

4)	Designated publishing entity (DPE) (Stand: 15. Februar 2024, aktualisiert am 6. März 2024 und 4. April 2024).....	11
	a) <i>Inhalt und Zuständigkeit der DPE</i>	11
	b) <i>Anwendbarkeit/Inkrafttreten</i>	13
5)	Identifizier für OTC-Derivate (Stand: 15. Februar 2024).....	14
6)	Referenzdatenmeldung (Art. 27 MiFIR) (Stand: 15. Februar 2024, aktualisiert 4. April 2024).....	14
	a) <i>Neuer persönlicher Anwendungsbereich</i>	14
	b) <i>Inkrafttreten/Anwendbarkeit</i>	15
7)	Ban on PFOF (Art. 39a MiFIR) – Inkrafttreten (Stand: 15. Februar 2024).....	16

I. Änderungen der MiFID

1) Best Execution (Art. 27 MiFID) (Stand: 15. Februar 2024)

a) Streichung der Ausführungsqualitätsberichte der Handelsplätze, SIs und Ausführungsplätze nach Art. 27 (3) MiFID

Art. 27 (3) MiFID a.F:

Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass für Finanzinstrumente, die der Handelspflicht nach den Artikeln 23 und 28 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 unterliegen, jeder Handelsplatz und systematische Internalisierer und für andere Finanzinstrumente jeder Ausführungsplatz der Öffentlichkeit mindestens einmal jährlich gebührenfrei Informationen über die Qualität der Ausführung von Aufträgen auf diesem Handelsplatz zur Verfügung stellt und dass eine Wertpapierfirma nach Ausführung eines Geschäfts dem Kunden mitteilt, wo der Auftrag ausgeführt wurde. Diese regelmäßigen Berichte enthalten ausführliche Angaben zu den Kursen, den Kosten sowie der Schnelligkeit und Wahrscheinlichkeit der Ausführung einzelner Finanzinstrumente.

wird wie folgt neu gefasst:

'With regard to financial instruments that are subject to the trading obligations laid down in Articles 23 and 28 of Regulation (EU) No 600/2014, Member States shall require that, following the execution of an order on behalf of a client, an investment firm inform the client of the venue where the order was executed.'

Im Ergebnis entfällt die Pflicht für Handelsplätze, SIs und Ausführungsplätze, Ausführungsqualitätsberichte zu erstellen.

b) Streichung der Best-Execution-Berichte der Wertpapierfirmen nach Art. 27 (6) MiFID

Art. 1 (4) der Änderungsrichtlinie zur MiFID II lautet darüber hinaus wie folgt:

„paragraph 6¹ is deleted“.

Damit wurde auch die Pflicht zur Erstellung von Berichten der Wertpapierfirmen über die Top-5-Ausführungsplätze und die Qualität der Ausführung, die in Art. 27 (6) MiFID enthalten waren, gestrichen.

c) Inkrafttreten/Anwendbarkeit

Da es sich um eine Richtlinie handelt, die gemäß Art. 2 der Änderungsrichtlinie zur MiFID II innerhalb von 18 Monaten in nationales Recht umzusetzen ist, gelten diese Änderungen nicht unmittelbar nach Veröffentlichung der Richtlinie im Amtsblatt der EU, sondern erst nach Umsetzung in nationales Recht.

¹ Wortlaut Abs. 6: „Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Wertpapierfirmen, die Kundenaufträge ausführen, einmal jährlich für jede Klasse von Finanzinstrumenten die fünf Ausführungsplätze, die ausgehend vom Handelsvolumen am wichtigsten sind, auf denen sie Kundenaufträge im Vorjahr ausgeführt haben, und Informationen über die erreichte Ausführungsqualität zusammenfassen und veröffentlichen“

ESMA Statement vom 13. Februar 2024 (ESMA35-335435667-5871):

Am 13. Februar 2024 veröffentlichte die ESMA ein „Public Statement“, wonach sie von den nationalen Aufsichtsbehörden erwartet, dass diese ihre aufsichtsrechtlichen Maßnahmen in Bezug auf die Pflicht der Wertpapierfirmen zur Erstellung der Best-Execution-Berichte nach RTS 28 bis zur bevorstehenden Umsetzung der geänderten MiFID in nationales Recht depriorisieren.

- Die Institute können die Erstellung der für April 2024 anstehenden Best-Execution-Berichte der Wertpapierfirmen depriorisieren.

2) Systematischer Internalisierer (SI) (Stand: 15. Februar 2024)

a) Nur noch für Eigenkapitalinstrumente

Gemäß der Definition des Art. 4(1) Nr. 20 MiFID (neu) gibt es künftig den gesetzlich verpflichtenden SI-Status nur noch für Eigenkapitalinstrumente. Für Nichteigenkapitalinstrumente wie Anleihen oder Derivate ist ein freiwilliger Opt-in möglich:

(20) "systematic internaliser" means an investment firm which, on an organised, frequent and systematic basis, deals on own account in equity instruments by executing client orders outside a regulated market, an MTF or an OTF, without operating a multilateral system, or which opts in to the status of systematic internaliser;"

Infolge der Neudefinition besteht für Wertpapierdienstleistungsunternehmen beim Geschäft mit Nichteigenkapitalinstrumenten nicht mehr das Risiko, allein aufgrund der Geschäftstätigkeit zum SI zu werden.

b) Qualitative Kriterien statt quantitativer Berechnungen

Aus dem Erwägungsgrund 6(b)² MiFID (neu) ergibt sich, dass es keine quantitativen Kriterien mehr für die Berechnung des SI-Status gibt, sondern auf qualitative Kriterien abzustellen ist. Weder die MiFID noch die MiFIR enthalten nähere Bestimmungen zu den qualitativen Kriterien und es gibt auch keine Ermächtigung für die ESMA, dies auf Level II festzulegen.

² "Directive 2014/65/EU provides that an investment firm is to be considered to be a systematic internaliser only when it is deemed to perform its activities on an organised, frequent, systematic and substantial basis or when it chooses to opt-in under the systematic internaliser regime. The frequent, systematic and substantial bases are determined by quantitative criteria which have led to excessive burden for investment firms that have to perform the assessment and for ESMA that has to publish data for the calculation, and should therefore be **replaced by a qualitative assessment** [Markierung durch den Autor]. Considering that Regulation (EU) No 600/2014 is being amended to exclude systematic internalisers from the scope of the pre-trade transparency requirements for non-equity instruments, the qualitative assessment of systematic internalisers should apply only to equity instruments, but it should be possible for an investment firm to opt-in to become a systematic internaliser for non-equity instruments."

c) Inkrafttreten/Anwendbarkeit

Da es sich um eine Richtlinie handelt, die gemäß Art. 2 der Änderungsrichtlinie zur MiFID II innerhalb von 18 Monaten in nationales Recht umzusetzen ist, gelten diese Änderungen nicht unmittelbar nach Veröffentlichung der Richtlinie im Amtsblatt der EU, sondern erst nach Umsetzung in nationales Recht.

Bislang kann die quantitative und vierteljährlich durchzuführende Berechnung des SI-Status (sowohl für Eigenkapital- als auch für Nichteigenkapitalinstrumente) grundsätzlich nur auf Basis der Daten erfolgen, die die ESMA auf freiwilliger Basis und nach bestem Wissen (vgl.: <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>) veröffentlicht. Diese umfassen das Gesamtvolumen und die Anzahl der in der EU ausgeführten Transaktionen.

Annahme zur Umsetzung:

Die Streichung der SI-Pflichten für Nichteigenkapitalinstrumente in der MiFIR (siehe unten) tritt 20 Tage nach Veröffentlichung der MiFIR im Amtsblatt der EU in Kraft.

Etwas anderes gilt für den Begriff des SI. Dieser wird in der MiFID definiert und ist somit binnen 18 Monaten in nationales Recht umzusetzen. Hieraus ergibt sich eine regulatorische Diskrepanz, die es aufzulösen gilt.

Zwar ist eine Einstufung als SI grundsätzlich solange möglich, wie die ESMA die zur Berechnung erforderlichen Daten veröffentlicht. Eine Berechnung ergäbe jedoch keinen Sinn, da mit dem SI-Status keine Pflichten mehr verbunden sind. Aufwand und Nutzen stünden erkennbar in einem eklatanten Missverhältnis.

ESMA Public Statement vom 27. März 2024, ESMA74-2134169708-7163:

The MiFID II review removed the quantitative test under Article 4(1)(20) of MiFID II as further specified in Articles 12 to 16 of Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 9 for determining whether an investment firm qualifies as a Systematic Internaliser. This change will only start applying once the changes to MiFID II are transposed into national law, i.e. 18 months after entry into force of the MiFID II review.

- Damit sind bis zur Umsetzung der geänderten MiFID im WpHG weiter die quantitativen SI-Berechnungen durchzuführen.

II. Änderungen der MiFIR

1) Vorhandelstransparenz Nichteigenkapitalinstrumente (Derivate und Anleihen) (Stand: 15. Februar 2024, aktualisiert 4. April 2024)

Die Vorhandelstransparenzpflichten für Nichteigenkapitalinstrumente sind nur für Handelsplätze relevant.

Annahme für die Umsetzung:

Durch die ersatzlose Streichung des Art. 18 MiFIR besteht für SI keine Pflicht zur Vorhandelstransparenz in Bezug auf sämtliche einbezogene Nichteigenkapitalinstrumente mehr. Diese entfällt 20 Tage nach Veröffentlichung der MiFIR (unabhängig davon, ob der SI-Status noch weitere 18 Monate berechnet werden könnte, siehe zu dieser Frage oben I.2.c)). Damit entfallen mit Inkrafttreten der MiFIR-Änderungsverordnung auch die an den SI in den Delegierten Verordnungen (EU) 2017/583 und (EU) 2023/945 adressierten Pflichten im Zusammenhang mit der dann nicht mehr für den SI bestehenden Vorhandelstransparenzpflicht.

ESMA Public Statement vom 27. März 2024, ESMA74-2134169708-7163:

The MiFIR review deletes the quoting requirements for Systematic Internalisers in non-equity instruments in Article 18 of current MiFIR. Since this amendment does not need to be supplemented by RTS, the quoting requirements for Systematic Internalisers in non-equity instruments will cease to apply as of 28 March 2024.

- Damit entfallen entsprechend oben getroffener Annahme mit Inkrafttreten der MiFIR-Änderungsverordnung auch die an den SI in den Delegierten Verordnungen (EU) 2017/583 und (EU) 2023/945 adressierten Pflichten im Zusammenhang mit der dann nicht mehr für den SI bestehenden Vorhandelstransparenzpflicht.

2) Nachhandelstransparenz Nichteigenkapitalinstrumente (Stand: 15. Februar 2024, ergänzt am 6. März 2024, aktualisiert 4. April 2024)

a) Anleihen: Abhängigkeit von der issuance size (Stand 15. Februar 2024)

In Erwägungsgrund 10 der Änderungsverordnung zur MiFIR stehen unter anderem folgende Ausführungen:

"To ensure an adequate level of transparency, the price and the volume of transactions executed in respect of bonds, structured finance products and emission allowances should be made public as close to real time as technically possible. In order not to expose liquidity providers in such transactions to undue risk, it should be possible to defer the publication of certain details of the transactions. The categories of transactions for which deferrals are allowed should be determined taking into account the size of the transactions and the liquidity of the financial instruments concerned. The exact details of the deferral regime should be determined by means of regulatory technical standards, which should be regularly reviewed in order to gradually decrease the applicable deferral duration. For the purpose of having a more stable transparency regime, a static determination of liquidity for bonds, structured finance products and

*emission allowances, or classes thereof, is needed. The draft regulatory technical standards developed by ESMA should specify which issuance sizes correspond to a liquid or illiquid market in bonds, or classes thereof, until their maturity, from which transaction size in either a liquid or illiquid bond a deferral can be applied, and the duration of such a deferral in accordance with this Regulation.
[...]"*

Die Definition des liquiden Marktes findet sich in Art. 2(1) Nr. 17 MiFIR (neu):

" 'liquid market' means:

(a) for the purposes of Articles 9, 11 and 11a:

(i) as regards bonds, a market in which there are ready and willing buyers and sellers on a continuous basis, where the market is assessed according to the issuance size of the bond;"

In Art. 11 MiFIR (neu) werden bestimmte inhaltliche Vorgaben zur verzögerten Nachhandelstransparenz gemacht, inhaltlich soll die ESMA diese durch RTS auf Level II konkretisieren (vgl. Art. 11 (4) MiFIR (neu)):

„ESMA shall, after consulting the expert stakeholder group established pursuant to Article 22b(2), develop draft regulatory technical standards to specify the following in such a way as to enable the publication of information required pursuant to this Article and Article 27g: [...]

ESMA shall submit the draft regulatory technical standards referred to in the first subparagraph to the Commission by ... [nine months from the date of entry into force of this amending Regulation]."

b) Inkrafttreten/Anwendbarkeit für Anleihen (Stand 15. Februar 2024, aktualisiert 4. April 2024)

Annahme zur Umsetzung:

Grundsätzlich treten die geänderten Regeln der MiFIR 20 Tage nach Veröffentlichung im Amtsblatt der EU in Kraft. Allerdings setzt eine Anwendbarkeit des Art. 11 MiFIR (neu) eine Präzisierung der ESMA auf Level II voraus. Gemäß Art. 11 (4) MiFIR (neu) soll die ESMA der EU-Kommission 9 Monate nach Inkrafttreten der geänderten MiFIR Entwürfe für entsprechende Level-II-Rechtsakte vorlegen. Damit können die neuen Regeln zur Nachhandelstransparenz für Anleihen erst mit Anwendbarkeit der Level-II-Rechtsakte anwendbar werden.

Bis dahin gilt gemäß Art. 54 MiFIR (neu):

"The provisions of the delegated acts adopted pursuant to Regulation (EU) No 600/2014 as applicable before ... [the date of entry into force of this amending Regulation] shall continue to apply until the date of application of the delegated acts adopted pursuant to Regulation (EU) No 600/2014 as applicable from that date."

ESMA Public Statement vom 27. März 2024, ESMA74-2134169708-7163:

The MiFIR review introduces significant amendments to the provisions for the deferred publication of transactions in non-equity instruments, including the removal of the provisions enabling deferrals for large-in-scale transactions, for transactions in illiquid instruments, and for transactions below the size specific to instrument threshold.

In order to ensure an orderly transition towards the new deferral regime for non-equity transactions, the current deferral regime as set out in RTS 2, and in consequence the regime specified in Level 1 prior to the MiFIR review, will continue to apply until the revised RTS 2 starts applying. In consequence, competent authorities can continue authorising deferrals until the revised RTS 2 applies.

Communication to the Commission vom 27. März 2024, C(2024) 2083 final:

Articles 11 and 11a MiFIR set out rules concerning the deferred publication of the details of transactions executed in respect of bonds, structured finance products, emission allowances and derivatives. Articles 11 and 11a MiFIR are to be supplemented by Commission delegated regulations defining the calibration of the deferral schedules. As the MiFIR review has significantly amended the criteria to define such calibration, Articles 11 and 11a MiFIR cannot be supplemented adequately by Commission delegated regulation (EU) 2017/583 ("RTS 2"). In consequence, pursuant to Article 54(3) MiFIR, the deferral rules as applicable before 28 March 2024, as specified in RTS 2, continue to apply. The new deferral schedules for bonds, structured finance products, emission allowances and derivatives will apply as of entry into application of the Commission delegated regulations adopted pursuant to Articles 11(4) and 11a(3) MiFIR respectively.

- ➔ Die neuen Regeln zur Nachhandelstransparenz für Anleihen werden entsprechend oben getroffener Annahme erst mit Anwendbarkeit der Level-II-Rechtsakte anwendbar.

c) Nachhandelstransparenz für Derivate (Stand 6. März 2024)

Artikel 10 MiFIR (neu) erhält folgende Fassung:

„Nachhandelstransparenzanforderungen für Handelsplätze im Hinblick auf Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukte, Emissionszertifikate und Derivate

(1) Marktbetreiber und Wertpapierfirmen, die einen Handelsplatz betreiben, veröffentlichen Kurs, Volumen und Zeitpunkt der Geschäfte, die auf dem Gebiet der Schuldverschreibungen, strukturierten Finanzprodukte und Emissionszertifikate, die an einem Handelsplatz gehandelt werden, getätigt wurden. Diese Anforderungen gelten auch für Geschäfte, die auf dem Gebiet der börsengehandelten Derivate und OTC-Derivate im Sinne von Artikel 8a Absatz 2 getätigt werden. Marktbetreiber und Wertpapierfirmen, die einen Handelsplatz betreiben, veröffentlichen die Einzelheiten zu sämtlichen Geschäften so nahe an der Echtzeit, wie dies technisch möglich ist.“

Es erscheint vom Wortlaut her widersprüchlich, dass Handelsplätze für die Nachhandelstransparenz von OTC-Derivaten verantwortlich sein sollen. Daher stellt sich die Frage, was unter OTC-Derivaten im Sinne von Art. 8a (2) MiFIR (neu) zu verstehen ist.

Im Rahmen der MiFIR genügen an einem MTF oder OTF abgeschlossene Derivate der Handelsplatzpflicht des Art. 28 MiFIR. Gemäß den EMIR Q&A 1 zu den OTC-Derivaten (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-1861941480-52_qa_on_emir_implementation.pdf) gelten jedoch an MTF und OTF abgeschlossene Derivate als OTC-Derivate.

Annahme zur Umsetzung:

An MTF und OTF gehandelte Derivate sind auch im Rahmen der MiFIR grundsätzlich als OTC-Derivate anzusehen. Entsprechend gilt, dass MTF und OTF für die über ihre Systeme abgeschlossenen Derivate die Nachhandelstransparenz herstellen müssen.

Ein Tatbestandsmerkmal des Art. 8a (2) (a) MiFIR (neu) ist, dass die betreffenden Derivate auch zentral gecleart werden („der Clearingpflicht gemäß Titel II der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 unterliegen, zentral gecleart werden [...]“).

Annahme zur Umsetzung:

Es ist davon auszugehen, dass die betreffenden MTF und OTF Kenntnis darüber haben, ob das Derivat tatsächlich gecleart wurde – etwa weil das OTF oder MTF direkt eine Anbindung an einen CCP hat oder die Gegenparteien in den Geschäftsbestätigungen angeben, dass das Derivat zentral gecleart wird.

3) Nachhandelstransparenz Nichteigenkapitalinstrumente für Wertpapierfirmen (Stand: 15. Februar 2024, aktualisiert 4. April 2024)

Gemäß Art. 21 (1) MiFIR n.F. gilt:

“Investment firms which, either on own account or on behalf of clients, conclude transactions in bonds, structured finance products and emission allowances traded on a trading venue or OTC derivatives as referred to in Article 8a(2)³, shall make public the volume and price of those transactions and the time at which they were concluded. That information shall be made public through an APA.”

³ Art. 8a (2) MiFIR (neu):

“When applying a central limit order book or a periodic auction trading system, market operators and investment firms operating an MTF or OTF shall make public current bid and offer prices and the depth of trading interests at those prices which are advertised through their systems in respect of OTC derivatives that are denominated in euro, Japanese yen, US dollar or pound sterling and that:

(a) are subject to the clearing obligation under Article 5(2) of Regulation (EU) No 648/2012 and are centrally cleared, and, in respect of interest rate derivatives, have a contractually agreed tenor of 1, 2, 3, 5, 7, 10, 12, 15, 20, 25 or 30 years;
(b) are single-name credit default swaps that reference a global systemically important bank and that are centrally cleared; or
(c) are credit default swaps that reference an index comprising global systemically important banks and that are centrally cleared.”

a) Sachlicher Anwendungsbereich im Hinblick auf Derivate (Stand 15. Februar 2024)

Da FX-Derivate nicht unter den Art. 8a (2) MiFIR (neu) fallen, unterfallen diese nicht der Pflicht zur Nachhandelstransparenz.

b) Inkrafttreten/Anwendbarkeit (Stand 15. Februar 2024, aktualisiert 4. April 2024)

In Artikel 21 (4) bzw. Art. 21 (4a) MiFIR (neu) wird geregelt, unter welchen Voraussetzungen Wertpapierfirmen die erforderliche Nachhandelstransparenz zu einem späteren Zeitpunkt herstellen können (*deferred publication*). Hierzu wird u.a. auf Art. 11 (4) bzw. Art. 11a (3) MiFIR (neu) verwiesen, denen zufolge die ESMA Entwürfe für RTS zu den *deferrals* binnen 9 bzw. 18 Monaten vorlegen soll.

Annahme zur Umsetzung:

Grundsätzlich gilt auch weiterhin, dass Nachhandelstransparenz innerhalb kürzester Zeit herzustellen ist. Von diesem Grundsatz kann abgewichen werden, sofern die Voraussetzungen für eine verzögerte Transparenzherstellung erfüllt sind. Die ESMA soll RTS, in denen neue, europaweit einheitliche Verzögerungsfristen definiert werden, entwerfen. Bis die entsprechenden Level-II-Rechtsakte anwendbar sein werden, finden aufgrund der Vorgabe in Art. 54 MiFIR (neu) die bestehenden RTS Anwendung (hier RTS 2).

Mit Anwendung des aktualisierten RTS 2 wird auch erst der geänderte sachliche Anwendungsbereich im Hinblick auf Derivate gemäß Art. 21 (1) MiFIR (neu) anwendbar.

ESMA Public Statement vom 27. März 2024, ESMA74-2134169708-7163:

The MiFIR review limits the scope of the transparency regime for derivatives to exchange-traded derivatives and a subset of Over-The-Counter (OTC) derivatives.

Market participants are expected to apply the new scope of the transparency regime for derivatives. The provisions of current RTS 2 will cease to apply to derivatives that are no longer in scope of the transparency regime.

- Die Umsetzung des neuen Anwendungsbereichs soll – **entgegen oben getroffener Annahme** - sofort erfolgen. Das ist technisch nicht umsetzbar, da weder der Clearingerfolg ein geeignetes zeitliches Anknüpfungskriterium für die NHT ist, noch liegt die Information über den Clearingerfolg in den Systemen der Institute vor. Dies erfordert einen hohen Umsetzungsaufwand.

4) Designated publishing entity (DPE) (Stand: 15. Februar 2024, aktualisiert am 6. März 2024 und 4. April 2024)

a) Inhalt und Zuständigkeit der DPE

Erwägungsgrund 15 der Änderungsverordnung zur MiFIR lautet wie folgt:

"Under the current legal framework, where one of the two parties to a transaction is a systematic internaliser, the systematic internaliser is required to report the trade to an APA, while its counterparty is not required to do so. This has led many investment firms to opt in to the status of systematic internaliser in particular for the purpose of reporting trades for their clients while not dealing on own account on a systematic basis, which has placed disproportionate requirements on such investment firms. Therefore, it is appropriate to introduce a status of designated publishing entity allowing an investment firm to be responsible for making a transaction public through an APA without the need to opt in to the status of systematic internaliser. Furthermore, competent authorities should grant investment firms the status of designated publishing entity for specific classes of financial instrument, in line with the request of those investment firms and should communicate such requests to ESMA. ESMA should maintain a public register of such designated publishing entities by class of financial instrument so that market participants can identify them."

Die Definition der DPE findet sich in Art. 2 (1) Nr. 16a MiFIR (neu):

"'designated publishing entity' means an investment firm responsible for making transactions public through an APA in accordance with Article 20(1) and Article 21(1);"

Damit wird die Zuständigkeit für die Herstellung der Nachhandelstransparenz grundsätzlich bei DPE angesiedelt.

Der neue Art. 21a MiFIR (neu) regelt in den Absätzen 2 und 3 sodann im Einzelnen, welche Partei die Nachhandelstransparenz herzustellen hat:

„2. Where only one party to a transaction is a designated publishing entity pursuant to paragraph 1 of this Article, that party shall be responsible for making transactions public through an APA in accordance with Article 20(1) or Article 21(1)."

3. Where neither of the parties to a transaction, or both of the parties to a transaction, are designated publishing entities pursuant to paragraph 1 of this Article, only the entity that sells the financial instrument concerned shall be responsible for making the transaction public through an APA in accordance with Article 20(1) or Article 21(1)."

Zudem wird die ESMA durch Art. 21a MiFIR (neu) verpflichtet, ein Register der DPEs zu führen, damit jeder Marktteilnehmer leicht erkennen kann, ob die Gegenpartei eine DPE ist.

Die Überschrift von Art. 20 MiFIR (Nachhandelstransparenz Eigenkapitalinstrumente) lautet unverändert

„Post-trade disclosure by investment firms, including systematic internalisers, in respect of shares, depositary receipts, ETFs, certificates and other similar financial instruments"

Dies könnte darauf hindeuten, dass für die Nachhandelstransparenz in Eigenkapitalinstrumenten weiterhin auch die systematischen Internalisierer zuständig sein könnten. Außerhalb dieser Überschrift finden sich hierfür jedoch keine Anhaltspunkte, weshalb von einem Redaktionsversehen auszugehen ist.

Annahme zur Umsetzung:

Mit Inkrafttreten der MiFIR-Änderungsverordnung entfallen die an den SI in den Delegierten Verordnungen (EU) 2017/583 und (EU) 2023/945 adressierten Pflichten im Zusammenhang mit der dann nicht mehr für den SI bestehenden Nachhandelstransparenzpflicht in Bezug auf Nichteigenkapitalinstrumente als auch für SIs für Eigenkapitalinstrumente.

Die neue Zuständigkeitskaskade ist abschließend in Art. 21a MiFIR (neu) geregelt. Ist an der transparent zu machenden Transaktion eine relevante DPE beteiligt, so ist diese für Herstellung der Markttransparenz zuständig. In allen anderen Fällen ist der Verkäufer zuständig, sei dieser ein SI oder ein anderes Wertpapierdienstleistungsunternehmen.

ESMA Public Statement vom 27. März 2024, ESMA74-2134169708-7163:

The MiFIR review introduces provisions allowing National Competent Authorities (NCAs) to grant the status of Designated Publishing Entity (DPE) to investment firms. According to Article 21a of MiFIR, DPEs, when they are party to a transaction, shall be responsible for making it public through an approved publication arrangement.

The MiFIR review does not provide for a transitional provision for the application of the DPE regime. However, taking into account that no NCA has granted the DPE status yet, it does not appear possible to apply the regime from the entry into force of the MiFIR review. In order to give NCAs the necessary time for granting the DPE status, ESMA considers that the current approach relying on Systematic Internalisers should continue applying.

- Damit bleiben für eine Übergangszeit die (freiwilligen) SI für die Nachhandelstransparenzpflicht in Bezug auf Nichteigenkapitalinstrumente zuständig.

Nach Art. 21a (1) MiFIR (neu) gilt:

„Competent authorities shall grant investment firms the status of designated publishing entity for specific classes of financial instrument, upon the request of those investment firms. The competent authority shall communicate such requests to ESMA.“

Annahme zur Umsetzung:

Der Wortlaut, wonach der ESMA „requests“ anzuzeigen sind, erscheint nicht korrekt, da dieser irrelevant ist, wenn dem request nicht entsprochen wurde. Vielmehr sollten nur solche Wertpapierfirmen an die ESMA gemeldet werden, denen der Status als DPE verliehen wurde. Allerdings könnte aus der neuen Formulierung in Art. 21a (1) MiFIR (neu) (...„shall grant...“) herauszulesen sein, dass der "request" einer Wertpapierfirma, "DPE" sein zu wollen, überhaupt nicht abgelehnt werden kann. Kriterien dafür, unter welchen Bedingungen ein Institut DPE werden kann, werden im neuen Gesetzestext gerade nicht genannt.

b) Anwendbarkeit/Inkrafttreten

Nach Art. 21a (4) MiFIR (neu) gilt:

"ESMA shall by ... [six months from the date of entry into force of this amending Regulation] establish and shall regularly update a register of all designated publishing entities, specifying their identity and the classes of financial instrument for which they are designated publishing entities. ESMA shall publish that register on its website."

Annahme zur Umsetzung:

Um die NHT-meldepflichtige Partei bestimmen zu können, benötigt der APA Informationen über den Status beider Parteien (bisher SI). Aktuell erfolgt dies durch aufwendige Meldungen auf ISIN-Ebene an WM und MarketAxess. Durch die Einführung eines DPE sollten diese Meldungen wegfallen und das ESMA-Register als „golden source“ verwendet werden. Eine vorzeitige Umsetzung am Markt ohne das ESMA-Register würde zu unnötigen Kosten und sogar erhöhtem Umsetzungsaufwand führen. Die Regelungen zum DPE können nur in Abhängigkeit von der Erstellung des Registers (mind. 6 Monate) zu verstehen sein und daher nicht bereits 20 Tage nach Veröffentlichung der Änderungsverordnung im Amtsblatt der EU gelten.

Verhältnis SI - DPE

Problematisch erscheint jedoch, dass die Meldepflicht als SI zwar unmittelbar entfällt, dieser jedoch nicht unmittelbar den DPE-Status erlangen kann (Anzeige bei nationaler Aufsichtsbehörde, Register). Hier wäre zu prüfen, ob der bisherige SI weiterhin an den APA melden darf, wenn er sich dazu bereitfindet (auch wenn es keinen Delegationsvertrag gibt) bzw. welche Regelungen gelten, wenn der SI mangels Rechtspflicht keine Vorkehrungen zur Herstellung der Transparenz trifft (die entsprechende Pflicht läge dann beim Verkäufer).

ESMA Public Statement vom 27. März 2024, ESMA74-2134169708-7163:

The MiFIR review introduces provisions allowing National Competent Authorities (NCAs) to grant the status of Designated Publishing Entity (DPE) to investment firms. According to Article 21a of MiFIR, DPEs, when they are party to a transaction, shall be responsible for making it public through an approved publication arrangement.

The MiFIR review does not provide for a transitional provision for the application of the DPE regime. However, taking into account that no NCA has granted the DPE status yet, it does not appear possible to apply the regime from the entry into force of the MiFIR review. In order to give NCAs the necessary time for granting the DPE status, ESMA considers that the current approach relying on Systematic Internalisers should continue applying.

- ➔ Damit bleiben für eine Übergangszeit die (freiwilligen) SI für die Nachhandelstransparenzpflicht in Bezug auf Nichteigenkapitalinstrumente zuständig.

5) Identifier für OTC-Derivate (Stand: 15. Februar 2024)

Erwägungsgrund 24 der Änderungsverordnung zur MiFIR lautet wie folgt:

"Trading venues should be obliged to provide ESMA with identifying reference data for transparency purposes, including identifiers of OTC derivatives. The identifier currently used for derivatives, namely the ISIN, has proved cumbersome and ineffective for public transparency, and that situation should be remedied by using identifying reference data based on a globally agreed unique product identifier, such as the ISO 4914 Unique Product Identifier (UPI). The UPI has been developed as an identification tool for OTC derivative products, with the intention to bring increased transparency and aggregation of data across the global OTC derivative markets. However, it is possible that that unique identifier is not sufficient and that it needs to be complemented by additional identifying data. Therefore, the Commission should specify, by means of delegated acts, the identifying reference data to be used with regard to OTC derivatives, including a unique identifier and any other relevant identifying reference data. In relation to the identifier to be used for the purposes of transaction reporting pursuant to Regulation (EU) No 600/2014, the Commission should specify the most appropriate identifiers of OTC derivatives, which might be different from the identifier determined for transparency requirements, taking into account the different purposes of those requirements, in particular as regards supervision of market abuse by competent authorities."

Entsprechend wird die EU-Kommission gemäß Art. 27 (5) MiFIR (neu) beauftragt:

"By ... [three months from the date of entry into force of this amending Regulation], the Commission shall adopt delegated acts in accordance with Article 50 to supplement this Regulation by specifying the identifying reference data to be used with regard to OTC derivatives for the purposes of the transparency requirements laid down in Article 8a(2) and Articles 10 and 21."

Zu der Frage, welcher Identifier für OTC-Derivate im Rahmen der Referenzdatenmeldung zu nutzen ist, führte die EU-Kommission bis zum 9. Januar 2024 eine Konsultation durch (https://finance.ec.europa.eu/system/files/2023-11/2023-otc-derivatives-identifier-consultation-document_en_0.pdf). Die Anhörung und die Stellungnahmen ergeben kein einheitliches Bild, ob der UPI (ggf. verbunden mit weiteren Attributen) oder die ISIN zu nutzensein werden.

6) Referenzdatenmeldung (Art. 27 MiFIR) (Stand: 15. Februar 2024, aktualisiert 4. April 2024)

a) Neuer persönlicher Anwendungsbereich

Art. 27 (1) MiFIR (neu) lautet wie folgt:

"With regard to financial instruments admitted to trading or traded on a trading venue or where the issuer has approved trading of the issued instrument or where a request for admission to trading has been made, trading venues shall provide ESMA with identifying reference data for the purposes of transaction reporting pursuant to Article 26 and of the transparency requirements pursuant to Articles 3, 6, 8, 8a, 8b, 10, 14, 20 and 21.

With regard to OTC derivatives, identifying reference data shall be based on a globally agreed unique product identifier and on any other relevant identifying reference data.

With regard to OTC derivatives not covered by the first subparagraph of this paragraph that fall within the scope of Article 26(2), each designated publishing entity shall provide ESMA with the identifying reference data."

Damit unterliegen SI, anders als Handelsplätze und DPE, künftig keiner Referenzdatenmeldepflicht mehr.

Annahme zur Umsetzung:

Da die Referenzdatenmeldung durch DPEs zu erfüllen ist, wird diese nicht erfüllt, wenn der jeweilige SI für eine bestimmte Aktien nicht auch gleichzeitig DPE für diese Aktie ist.

Für DPE gilt die Referenzdatenpflicht für alle nach Art. 26 (2) MiFIR (neu) zu meldenden OTC-Derivate – mit Ausnahme der schon nach Art. 27(1)(1) MiFIR (neu) zu meldenden Derivate.

b) Inkrafttreten/Anwendbarkeit

Annahme zur Umsetzung:

Die Streichung der Referenzdatenmeldepflicht für SI tritt 20 Tage nach Veröffentlichung der Änderungsverordnung zur MiFIR in Kraft. Damit entfallen mit Inkrafttreten der MiFIR-Änderungsverordnung auch die an den SI in der Delegierten Verordnung (EU) 2017/285 adressierten Pflichten im Zusammenhang mit der dann nicht mehr für den SI bestehenden Referenzdatenmeldepflicht.

Wie oben unter 5 b) ausgeführt, gibt es den Status der DPE frühestens 6 Monate nach Veröffentlichung der MiFIR-Änderungsverordnung im Amtsblatt der EU.

Hinzu kommt, dass die nach Art. 26 (2) MiFIR (neu) zu meldenden Derivate teilweise noch von der ESMA konkretisiert werden sollen. Damit können die überarbeiteten Regeln zur Referenzdatenmeldung auch erst nach Anwendbarkeit der geänderten Regeln zu Art. 26 MiFIR (neu) Anwendung finden.

Demnach werden die in Art. 27 (1)(3) MiFIR (neu) genannten Derivate bis zum Inkrafttreten der neuen RTS nach Art. 26 MiFIR (neu) weder von einer DPE noch von einem SI gemeldet.

ESMA Public Statement vom 27. März 2024, ESMA74-2134169708-7163:

The MiFIR review introduces provisions allowing National Competent Authorities (NCAs) to grant the status of Designated Publishing Entity (DPE) to investment firms. According to Article 21a of MiFIR, DPEs, when they are party to a transaction, shall be responsible for making it public through an approved publication arrangement.

The MiFIR review does not provide for a transitional provision for the application of the DPE regime. However, taking into account that no NCA has granted the DPE status yet, it does not appear possible to apply the regime from the entry into force of the MiFIR review. In order to give NCAs the necessary time for granting the DPE status, ESMA considers that the current approach relying on Systematic Internalisers should continue applying.

[...] according to Article 27(1) of revised MiFIR, DPEs are required to provide ESMA with the identifying reference data on OTC-derivatives that are not captured by the first subparagraph of Article 27(1) and fall within the scope of Article 26(2). In line with the clarifications provided by the Commission draft

notice, the set of rules applicable to reference data reporting, and the requirements to DPE in this respect, should become applicable as soon as the revised RTS start applying and in the meantime the rules, both in Level 1 prior to the MiFIR review and in RTS 23 will continue applying.

→ **Entgegen oben getroffener Annahme** bleiben für eine Übergangszeit die (freiwilligen) SI für die Meldung der Referenzdaten in Bezug auf OTC-Derivate zuständig.

7) Ban on PFOF (Art. 39a MiFIR) – Inkrafttreten (Stand: 15. Februar 2024)

Nationale Befreiungen von dem Verbot dürfen bis höchstens 30. Juni 2026 laufen. Entsprechend sieht der Regierungsentwurf des FinmaDiG die Ergänzung des WpHG um § 138a WpHG vor, der die Befreiung von dem Verbot auf den 30. Juni 2026 begrenzt.