

Die Umsetzung der Positionslimits aus der EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) – aktueller Stand

Analyse im Auftrag von foodwatch e.V.

Stand: 13.2.2017

Autor: Markus Henn, WEED – Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung e.V.

Kontakt: markus.henn@weed-online.org, +49-30-27582249

Inhaltsübersicht

1. Einführung	2
2. Gesetzliche Bestimmungen der Richtlinie	2
3. Umsetzung der Richtlinie durch ESMA und EU-Kommission	3
3.1 Erfasste Positionen	4
3.1.1 Netting, OTC-Geschäfte und gruppenweite Aggregation	4
3.1.2 Ausgenommene Sicherungsgeschäfte und die Bedingung der „Nebentätigkeit“	4
3.2 Berechnung der Positionslimits	6
4. Bewertung der Umsetzung der Richtlinie	8
4.1 Erfasste Positionen	8
4.2 Berechnung der Positionslimits	8
4.3 Fazit	10

1. Einführung

Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID) der EU wurde 2014 neu gefasst¹ und soll am 3. Januar 2018 in Kraft treten.² Eine wesentliche Neuerung war die Einführung von Regeln für Rohstoffderivatemärkte. Neben Transparenz- und Aufsichtsregeln wurde dabei vor allem erstmals in der EU vorgeschrieben, dass an diesen Märkten Positionslimits eingeführt werden müssen, also Handelsbeschränkungen für bestimmte Händler.

In einer Pressemitteilung vom 15.04.2014³ kritisierte foodwatch das verabschiedete Gesetz und insbesondere die Positionslimits als zu schwach, um der Spekulation mit Nahrungsmitteln Einhalt zu gebieten. Begründet wurde diese Kritik vor allem mit drei „fundamentale[n] Schwächen“ des Gesetzestextes:

- Die Begrenzung der Anzahl spekulativer Kontrakte werde „nicht von einer zentralen europäischen Behörde, sondern von jedem EU-Staat selbst festgelegt“. Dadurch komme es zu einem „Wettbewerb der Mitgliedsländer/Börsenstandorte um die schwächste Regulierung“.
- Große Unternehmen mit einem „tatsächliche[n] Interesse an der der physischen Ware seien „komplett von den Positionslimits befreit“, doch würden „Konzerne wie beispielsweise RWE oder die Lufthansa [...] längst wie Banken in großem Maßstab an den Terminbörsen“ spekulieren und könnten „dadurch die Preise manipulieren“.
- Große Teile des außerbörslichen Handels blieben „aufgrund unzureichender Transparenzvorschriften verborgen“. Die Aufsichtsbehörden hätten deshalb „keinen umfassenden Überblick über die eingegangenen vertraglichen Verpflichtungen auf den Märkten“ und eine effektive Festlegung von Positionslimits sei deshalb „nicht möglich“.

Im Rahmen dieser Analyse wird untersucht, wie der Stand der Umsetzung der Positionslimits in der MiFID ist; allerdings wird nicht untersucht, wie gut die Transparenzvorschriften und das Berichtswesen sind bzw. vermutlich sein werden. Abschließend wird eine kurze Bewertung vorgenommen, inwiefern diese Umsetzung die endgültige Wirkung der Limits stark oder schwach erscheinen lässt.

2. Gesetzliche Bestimmungen der Richtlinie

Laut Artikel 57 MiFID („Positionslimits und Positionsmanagementkontrollen bei Warenderivaten“) stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass „die zuständigen nationalen Behörden in Übereinstimmung mit einer von der EU-Wertpapierbehörde ESMA entwickelten Berechnungsmethodologie“ Positionslimits in den Märkten für Warenderivate festlegen. Wichtige Detailbestimmungen des Gesetzes sind dabei: Die Limits

- beziehen sich auf Nettopositionen;
- treffen „jede Person“; wodurch niemand pauschal ausgenommen ist, also auch nicht Akteure, die nicht direkt Adressaten der gesamten MiFID sind;

¹ RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung), <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>.

² Ursprünglich war die Umsetzung für den 3.1.2017 vorgesehen, wurde jedoch verschoben.

³ Foodwatch: Pressestatement zu EU-Finanzmarktrichtlinie MiFID II / Europaparlament, <http://www.foodwatch.org/de/presse/pressemitteilungen/pressestatement-foodwatch-zu-eu-finanzmarktrichtlinie-mifid-ii-europaparlament>.

- gelten „jederzeit“, d.h. nicht nur zum Beispiel am Tagesende⁴;
- gelten auch für „wirtschaftlich gleichwertige OTC-Kontrakte“ (OTC, „over the counter“, meint in der MiFID bilaterale Derivategeschäfte, die außerhalb von geregelten Handelsplätzen im Sinne der MiFID gehandelt werden),
- gelten für alle Positionen „aggregiert auf Gruppenebene“;
- sind gedacht, 1. „Marktmisbrauch zu verhindern“ oder 2. „zu geordneten Preisbildungs- und Abwicklungsbedingungen beizutragen“, wobei dies beinhaltet, „marktverzerrende Positionen zu verhindern und insbesondere eine Konvergenz zwischen den Preisen von Derivaten im Monat der Lieferung und den Spotpreisen für die zugrundeliegende Ware sicherzustellen“;
- gelten nicht für eine „nichtfinanzielle Stelle“, wenn die Positionen „objektiv messbar die direkt mit der Geschäftstätigkeit dieser nichtfinanziellen Stelle verbundenen Risiken verringern“;
- legen „eindeutige quantitative Schwellenwerte für die maximale Größe“ fest.

Es ist klar, dass durch diese Festlegungen die Wirkung der Limits stark bedingt ist. Dies gilt wohl insbesondere in abschwächender Richtung für das Netting und die Ausnahmen für nichtfinanzielle Stellen, andererseits werden die Limits eindeutig gestärkt durch den Einbezug gewisser OTC-Positionen und die Aggregation auf Gruppenebene. In dieser Analyse werden diese Festlegungen an sich allerdings keiner weiteren Bewertung unterzogen, sondern im Fokus steht nur, ob die *Umsetzung* zu einer spezifischen Stärkung oder Schwächung führt oder gar eine Bestimmung effektiv außer Kraft setzen könnte.

3. Umsetzung der Richtlinie durch ESMA und EU-Kommission

Wesentliche Details für die Anwendung der Limits werden in der MiFID zur Entscheidung auf die EU-Wertpapierbehörde (ESMA) und die EU-Kommission übertragen („Ebene 2“), die Richtlinie spricht dabei von „technischen Regulierungsstandards“ (TRS).⁵

Relevant für die Positionslimits sind vor allem die Absätze 3 und 12 des Artikels 57 MiFID, die auf die Erarbeitung der „Berechnungsmethodologie“ und weitere Details zur Anwendung der Limits verweisen. Außerdem von Bedeutung ist Artikel 2 Abs. 4 MiFID, wonach eine „Nebentätigkeit“ näher definiert werden soll, die zur Nichtanwendung der MiFID als Ganzes auf ein Unternehmen führen soll.

Nach jahrelangen Verhandlungen wurde von der EU-Kommission am 1.12.2016 eine Verordnung zu den Positionslimits (TRS 21)⁶ und zu den Nebentätigkeiten (TRS 20)⁷ erlassen. Das Europäische Parlament hat nun bis zum 1. März diesen Jahres Zeit, über diesen Standard abzustimmen.⁸ Momentan gibt es Widerstand in einigen Fraktionen des Europäischen Parlaments gegen den Be-

⁴ Antwort auf Frage 1 in ESMA: Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivative topics, 19 December 2016, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1673_qa_mifid_ii_on_commodity_derivatives_topics.docx.pdf.

⁵ Für einen Überblick siehe http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/its-rts-overview-table_en.pdf. Die Details des Prozesses der letzten Jahre findet sich in ESMA (2016): Opinion. Draft Regulatory Technical Standards on methodology for calculation and the application of position limits for commodity derivatives traded on trading venues and economically equivalent OTC contracts, S. 4f. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-668_opinion_on_draft_rts_21.pdf.

⁶ DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) .../... DER KOMMISSION vom 1.12.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Anwendung von Positionslimits für Warenderivate, http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/rts/161201-rts-21_de.pdf.

⁷ DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) .../... DER KOMMISSION vom 1.12.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards zur Festlegung der Kriterien, nach denen eine Tätigkeit als Nebentätigkeit zur Haupttätigkeit gilt, http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/rts/161201-rts-20_de.pdf.

⁸ http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/its-rts-overview-table_en.pdf, S.3

schluss der Kommission.⁹ Auch der Rat der Europäischen Union könnte Widerspruch einlegen, wenn er will, was momentan jedoch nicht ersichtlich ist.

Im Folgenden werden die zentralen Regeln zu den Limits in zwei Schritten erklärt: Im ersten Schritt wird gezeigt, welche Positionen überhaupt erfasst sind. Dabei spielt eine Ausnahme für sogenannte Sicherungsgeschäfte eine wichtige Rolle, deren Zulässigkeit wiederum stark davon abhängt, ob ein Unternehmen Finanzgeschäfte im Sinne der MiFID nur als „Nebentätigkeit“ betreibt. Im zweiten Schritt wird untersucht, welche Limits auf die erfassten Positionen anwendbar sind.

3.1 Erfasste Positionen

3.1.1 Netting, OTC-Geschäfte und gruppenweite Aggregation

Die Kommission sieht vor, dass von den erfassten Derivaten auf einem Handelsplatz die Nettoposition (als Saldo von short- und long-Positionen) zum einen für den „Spot-Monat“ und zum anderen für die „anderen Monate“ ermittelt wird (Art. 3 Abs. 4 MiFID-TRS 21).¹⁰ Auf diese Unterscheidung wird später bei der Bestimmung der Limits stark Bezug genommen.

OTC-Geschäften müssen laut Art. 57 Abs. 4 MiFID in die Berechnung der Limits einbezogen werden, wenn sie „wirtschaftlich gleichwertig“ sind. Die Kommission schreibt jedoch offen, dass OTC-Geschäfte „nur unter eng begrenzten Voraussetzungen als wirtschaftlich gleichwertig mit an Handelsplätzen gehandelten Kontrakten betrachtet werden“ (Erwägungsgrund 6, MiFID-TRS 21). In Art. 6 MiFID-TRS 21 wird nun ein gleichwertiger OTC-Kontrakt definiert über „identische vertragliche Bestimmungen“, allerdings mit zulässigen Abweichungen bei Größe der Kontrakte, Fälligkeitsterminen und Nachhandelsrisiken.

Wie in Art. 57 Abs. 1 MiFID bestimmt, sollen die Positionen einer Unternehmensgruppe aggregiert werden, d.h. alle Positionen eines Mutterunternehmens und aller seiner Tochterunternehmen. Im Prinzip sieht dies auch der Regulierungsstandard so vor, allerdings wird eine bedeutsame Ausnahme eingeführt, nämlich für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapier (OGAW, die verbreitetste EU-Form eines öffentlich zugänglichen Investmentfonds), sofern „keinerlei Einfluss“ des Mutterunternehmens auf die Anlageentscheidungen des OGAW vorliegt (Art. 4 Abs. 2 MiFID-TRS 21).

3.1.2 Ausgenommene Sicherungsgeschäfte und die Bedingung der „Nebentätigkeit“

Auf Basis von Art. 57 Abs. 1 MiFID sieht die Kommission in ihrer Umsetzung die Ausnahme vor, dass bestimmte Positionen nicht in die Anwendung der Positionslimits einbezogen werden. Dies trifft laut Art. 7 MiFID-TRS 21 auf Positionen zu, die eine Verringerung von Risiken im Zusammenhang mit Wertänderungen aus dem Geschäft eines Unternehmens bewirken oder die eine Sicherungsbeziehung nach dem internationalen Finanzberichtsstandard IFRS darstellen. Hinzu kommt, dass eine Sicherung nicht nur durch eine Position selbst, sondern auch „im Zusammenhang mit anderen Derivaten“ zulässig sein soll („Portfolio-Hedging“).

In Anspruch nehmen können diese Ausnahme aber nur „nicht-finanzielle Stellen“. Diese werden definiert, indem in Art. 2 Abs. 1 MiFID-TRS 21 finanzielle Stellen auf Basis anderer EU-Gesetze abschließend aufgelistet werden, alle anderen Unternehmen sind dann nicht-finanzielle Stellen. Zu den gelisteten Unternehmen zählen auch die voll von der MiFID erfassten. Deshalb spielt an diesem Punkt eine wichtige Rolle, ob ein Unternehmen seine Finanzgeschäfte im Sinne der MiFID nur als „Nebentätigkeit“ betreibt (Art. 2 Abs. 1 Buchst. j MiFID), wodurch es vom grundsätzlichen An-

⁹ Börsen-Zeitung: Streit um Positionslimits bei Rohstoffderivaten, 13.1.2017, S. 4.

¹⁰ Dieser wird definiert als der „mit einer bestimmten zugrunde liegenden Ware verbundene[n] Warenderivatkontrakt, dessen Laufzeit gemäß den Regeln des Handelsplatzes als Nächstes endet“ (Art. 2 MiFID-TRS 21). Der Rest wird „allen anderen Monaten“ zugeordnet. Die ESMA hat auch noch klargestellt, dass tatsächlich die Kontrakte aus allen „anderen Monaten“ zusammengeführt und genettet werden, vgl. Antwort auf Frage 4 in ESMA: Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivative topics, 19 December 2016, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1673_qa_mifid_ii_on_commodity_derivatives_topics.docx.pdf.

wendungsbereich der MiFID ausgenommen bleibt; wichtig ist aber, dass diese Ausnahme nicht die Anwendung der Positionslimits verhindert. Nicht erfasst von der MiFID sollen jedenfalls Unternehmen sein, die auf „eigene Rechnung mit Warenderivaten oder Emissionszertifikaten oder Derivaten davon handeln“, wenn dieser Handel auf „individueller und aggregierter Basis auf der Ebene der Unternehmensgruppe eine Nebentätigkeit zu ihrer Haupttätigkeit darstellt und diese Haupttätigkeit weder in der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen im Sinne der vorliegenden Richtlinie noch in der Erbringung von Bankgeschäften [...] oder in der Tätigkeit als Market-Maker in Bezug auf Warenderivate besteht“ und wenn „diese Personen keine hochfrequente algorithmische Handelstechnik anwenden“.

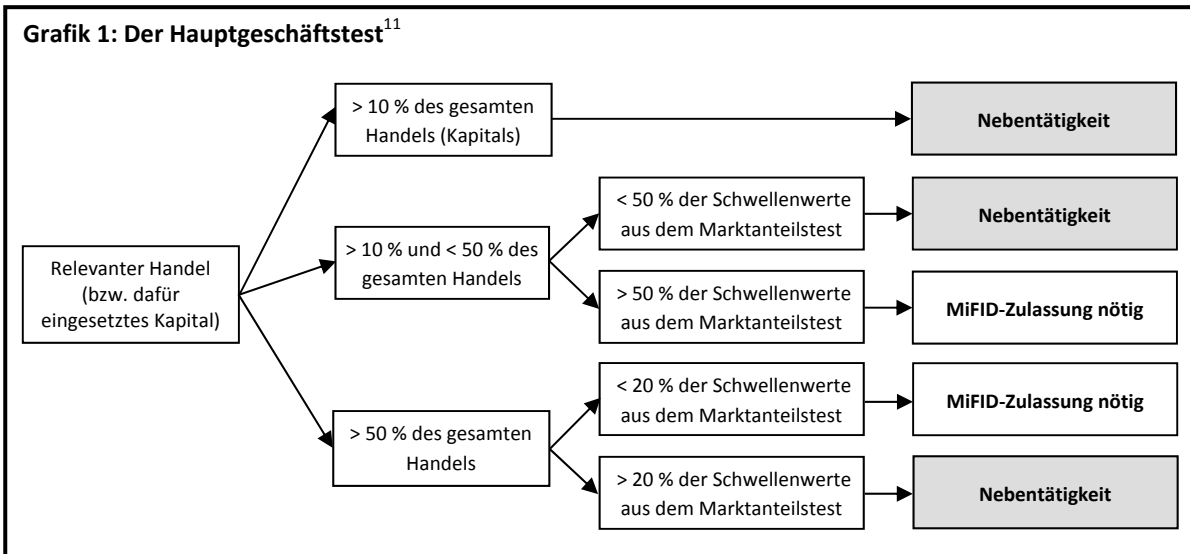
Die MiFID gibt außerdem zur Bestimmung der „Nebentätigkeit“ vor, dass es zwei (kumulative) Tests geben soll, nämlich dass 1. die Handelstätigkeit verglichen mit der gesamten Markthandelstätigkeit innerhalb der betreffenden Anlageklasse berücksichtigt werden müsse und 2. Nebentätigkeiten den kleineren Teil der Tätigkeiten auf Gruppenebene darstellen müssen. Sie gab auch vor, dass bestimmte Geschäfte ausgenommen bleiben:

- „gruppeninterne Geschäfte“ zum „gruppenweiten Liquiditäts- oder Risikomanagement“;
- „Derivatgeschäfte, die die mit der Geschäftstätigkeit oder dem Liquiditäts- und Finanzmanagement direkt verbundenen Risiken objektiv messbar verringern“;
- „Geschäfte mit Warenderivaten und Emissionszertifikaten, die abgeschlossen werden, um der Verpflichtung, einen Handelsplatz mit Liquidität zu versorgen, nachzukommen, wenn solche Verpflichtungen von Regulierungsbehörden im Einklang mit dem Unionsrecht oder dem nationalen Recht, Verordnungen und Verwaltungsvorschriften oder von Handelsplätzen verlangt werden“.

Aus dieser Vorgabe hat die EU-Kommission im technischen Regulierungsstandard 20 den konkreten zweistufigen Test entwickelt, wobei ein Unternehmen beide bestehen muss, um die Ausnahme in Anspruch nehmen zu können. Der erste Test (Art. 2 MiFID-TRS 20) misst einen relevanten Teil des Handels des Unternehmens innerhalb der EU gegenüber dem gesamten Handel innerhalb der EU („Marktanteilstest“) und setzt Schwellenwerte, die nicht übertreten werden dürfen (siehe Tabelle 1). Wichtig ist dabei, dass bei der Berechnung der Handelstätigkeit vom Bruttonennwert aller Kontrakte in einer bestimmten Anlageklasse eine ganze Reihe Geschäfte ausgenommen sind. Zum einen sind dies die drei oben genannten, die schon in der MiFID selbst stehen, zum anderen alle, bei denen die handelnde „Person innerhalb der Gruppe“ über eine Zulassung nach der MiFID oder nach der Richtlinie über Kreditinstitute verfügt.

Kategorie	Zulässiger EU-Marktanteil (%)
Metalle	4
Öl	3
Kohle	10
Gas	3
Energie	6
Landwirtschaft	4
Andere Waren	15
CO2	20

Der zweite Test (Art. 3 MiFID-TRS 20) misst den Bezug des relevanten Handels des Unternehmens weltweit gegenüber dem gesamten Handel des Unternehmens oder des von ihm für diesen relevanten Handel eingesetzten Kapitals gegenüber dem insgesamt von ihm insgesamt eingesetzten Kapital („Hauptgeschäftstest“, siehe Grafik 1 nächste Seite) und setzt zunächst einen Schwellenwert von 10 %. Allerdings gibt es auch bei Übertreten dieses Schwellenwerts zwei weitere Möglichkeiten, die Ausnahme für die „Nebentätigkeit“ in Anspruch nehmen zu können. Denn anschließend wird geprüft, ob ein Unternehmen in Bezug auf alle Rohstoffe aus dem Marktanteilstest unterhalb bestimmter herabgesetzter Schwellenwerte aus dem Marktanteilstest bleibt (einmal 50 % der Schwellenwerte, einmal 20 %). Ist dies der Fall, kann das Unternehmen auch die Ausnahme in Anspruch nehmen.



3.2 Berechnung der Positionslimits

Artikel 57 Absatz 3 MiFID sieht die Erarbeitung einer „Berechnungsmethodologie“ vor, „nach der die zuständigen Behörden die Positionslimits in Spot-Monaten und anderen Monaten für effektiv gelieferte oder bar abgerechnete Warenderivate auf der Grundlage der Eigenschaften der entsprechenden Derivate festzulegen haben“. Der Ausdruck „Methodologie“ war ein Kompromiss der EU-Staaten. Vor allem die britische Regierung hatte verhindert, dass die EU klare EU-weite Limits zum Beispiel über eine eindeutige Formel vorschlagen kann.

Der Regulierungsstandard (TRS 21) berücksichtigt die in der MiFID vorgesehenen Spielräume bei der Festlegung der Limits (v.a. Art. 57 Abs. 1-3) in zweierlei Weise:

- **Harte Faktoren:** In einigen Fällen gibt es klare Zahlengrenzen, allerdings fast immer nur als Bandbreiten. Meist wird der zulässige Anteil im Hinblick auf eine Bezugsgröße festgelegt, entweder die lieferbare Menge des Rohstoffs oder die offenen Positionen. Der „Richtwert“ für das Limit für einen einzelnen Händler in einem Markt ist im Regelfall 25 % der lieferbaren Menge für den Spot-Monat (Art. 9 MiFID-TRS 21) oder der offenen Positionen für alle anderen Monate (Art. 11 MiFID-TRS 21). Bei Nahrungsmitteln für den menschlichen Verzehr sinkt der Richtwert – ab bestimmter Marktgröße – auf 20 %. Nur in einigen Fällen kommt ein absoluter Wert zur Anwendung, dies ist insbesondere bei neuen und illiquiden Märkten der Fall (Details vgl. Tabelle 2).
- **Weiche Faktoren:** Von den anteilmäßigen Limits dürfen die nationalen Aufsichtsbehörden innerhalb einer bestimmten Bandbreite abweichen, sofern besondere Faktoren erfüllt sind. Dabei gibt der Regulierungsstandard allerdings nur meist die Richtung vor, in die bei einem bestimmten Ereignis die Limits von dem Richtwert abweichen dürfen, jedoch nicht in allen Fällen. In jedem Fall gibt es keine genauen Zahlen für die Bewertung dieser Faktoren (Details vgl. Tabelle 3). Die Kommission gibt zusätzlich vor, dass eine nationale Behörde, die innerhalb des Spotmonats verschiedene Limits vorsieht, diese sukzessive absenken soll (Art. 9 Abs. 3 MiFID-TRS 21).

¹¹ Die Grafik ist – in überarbeiteter Form – übernommen aus dem Vortrag von Vincent Derbali, Policy advisor der französischen Finanzaufsicht AMF, am 9. November 2016 in der Expertengruppe der EU zu Rohstoffderivatemärkten, <https://ec.europa.eu/agriculture/sites/agriculture/files/cereals/commodity-expert-group/2016-11-09/derbali-amf.pdf>.

Tabelle 2: Berücksichtigung von harten Faktoren bei Anwendung der Positionslimits
(Art. 14, 15 und 19 Abs. 2 MiFID-TRS 21)

<i>Fall</i>		<i>Limit</i>		
		<i>Richtwert</i>	<i>Bandbreite</i>	<i>Bezugsgröße</i>
Regelfall	Spot-Monat	25 %	5-35 %	Lieferbare Menge
	Andere Monate	25 %	5-35 %	Offene Positionen
Ausnahmen vom Regelfall (Abweichungen fett markiert):				
Basiswerte	Basiswerte Nahrungsmittel für menschlichen Verzehr <u>und</u> mehr als 50.000 Kontrakteinheiten in drei aufeinanderfolgenden Spot-Monaten	20 %	2,5-35 %	Regelfall
	Basiswerte „Klimavariablen, Frachtsätze, Inflationsraten oder andere offizielle Wirtschaftsstatistiken“ <u>und</u> in bar abgerechnet	Regelfall	Regelfall	Offene Positionen
Marktgröße	Durchschnittlich weniger als 10 Marktteilnehmer <u>und</u> weniger als 3 Market-Maker (vor Einführung der Limits)	Regelfall	5-50 %	Regelfall
	Bis zu 10.000 Kontrakteinheiten in drei aufeinanderfolgenden Spot-Monaten	2.500 Kontrakteinheiten		
	Mehr als 10.000 bis 20.000 Kontrakteinheiten in drei aufeinanderfolgenden Spot-Monaten	Regelfall	5-40 %	Regelfall
Wertpapiere	„Übertragbare Wertpapiere“	Regelfall	Regelfall	Begebene Wertpapiere
	„Übertragbare Wertpapiere“ <u>und</u> Volumen von nur bis zu 10 Millionen	2,5 Mio. Wertpapiere		
	„Übertragbare Wertpapiere“ <u>und</u> nur Volumen unterhalb über 10 bis 20 Millionen	Regelfall	5-40 %	Begebene Wertpapiere

Tabelle 3: Berücksichtigung von weichen Faktoren bei Anwendung der Positionslimits
(Art. 57 Abs. 3 MiFID bzw. Art. 16-21 MiFID-TRS 21)

<i>Faktor</i>	<i>Bedingung</i>	<i>Wirkung auf Limits</i> (Senkung ↓ oder Hebung ↑)
Laufzeit	Kurze Laufzeit	↓ (im Spot-Monat)
	Große Anzahl Fälligkeitstermine	↑ (in Nicht-Spot-Monaten)
Lieferbare Menge der zugrundeliegenden Ware	Kann „beschränkt oder gesteuert“ werden	↓
	Gering	↓
Gesamtheit der offenen Positionen	Groß	↓
	Bedeutend größer als lieferbare Menge	↓
	Bedeutend niedriger als lieferbare Menge	↑
Volatilität	Übermäßig <u>und</u> Anpassung „würde [...] effektiv mindern“	↑/↓ („passen an“)
Anzahl der Marktteilnehmer	Hoch im Tagesdurchschnitt (über ein Jahr)	↓
Merkmale des zugrundeliegenden Warenmarkts		↑/↓ („berücksichtigen“)

4. Bewertung der Umsetzung der Richtlinie

4.1 Erfasste Positionen

Positiv ist die Einbeziehung der **wirtschaftlich gleichwertigen OTC-Kontrakte**. Nachdem zunächst die Gleichwertigkeit sehr eng gefasst war, ist die endgültige Fassung besser, weil sie Spielräume bei den Lieferzeiten und Vertragsgrößen zulässt.¹² Dadurch dürfte es nicht mehr so einfach möglich sein, durch leicht abweichende Kontrakte (zum Beispiel ein Liefertag Unterschied) die Regelung zu umgehen. Allerdings bleibt die Schwelle für die Einbeziehung durch die prinzipielle Forderung nach identischen Bedingungen hoch.

Negativ sind die Ausnahmen für **Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW)**. Dass hier die Positionen nur aggregiert werden, wenn es eine fondsweite Kontrolle durch das Mutterunternehmen gibt, wirft praktische Probleme auf: Wie sollen die Behörden wirklich wissen, ob es diese Kontrolle gibt? Im Zweifel werden die Fonds alles unternehmen, eine Kontrolle durch das Mutterunternehmen abzustreiten. Es ist in diesem Zusammenhang wichtig zu beachten, dass die großen europäischen Fonds der Deutschen Bank oder der Allianz OGAW sind.

Negativ ist die weit gestaltete Ausnahme von **Sicherungsgeschäften**. Die nicht-finanziellen Unternehmen werden von den direkten risikoreduzierenden Geschäften exzessiven Gebrauch machen und versuchen, möglichst viele Geschäfte in diese Kategorie fallen zu lassen. Die Möglichkeit, selbst „Portfolio-Hedging“ zu betreiben, steht nicht im Einklang mit den Vorgaben der MiFID. Dazu schreibt die Kommission selbst, dass ein Unternehmen dabei womöglich nicht fähig sei, eine „Eins-zu-eins-Beziehung“ zwischen dem Derivate-Geschäft und einem mit einem Geschäft direkt verbundenen Risiko herzustellen (Erwägungsgrund 17, MiFID-TRS 20). Dies steht im direkten Gegensatz zur Vorgabe der MiFID, dass es nur um die „direkt mit der Geschäftstätigkeit [...] verbundenen Risiken“ (Art. 57 Abs. 12 Buchst. a MiFID) gehe.

Die für die Sicherungsgeschäfte bedeutsame Ausnahme für „**Nebentätigkeiten**“ ist weit gestaltet, wohl sogar über das zulässige Maß hinaus. Besonders deutlich wird dies daran, dass im „Hauptgeschäftstest“ selbst Fälle als Nebentätigkeit gewertet werden können, wo die Tätigkeit mehr als die Hälfte des eigenen Gesamtgeschäfts ausmacht (vgl. den ersten Teil des „Hauptgeschäftstests“ in Grafik 1). Die „Nebentätigkeit“ ist hier zahlenmäßig sogar die Haupttätigkeit. Dies steht im direkten Gegensatz zu den MiFID-Vorgaben, da in Erwägungsgrund 20 explizit steht, die „Nebentätigkeit“ müsse „den kleineren Teil der Tätigkeiten auf Gruppenebene“ ausmachen. Auch enthält die Berechnung der zugrunde gelegten Handelsaktivität so viele Ausnahmen, dass auch darüber ein Unternehmen sehr viele Derivategeschäfte tätigen kann, ohne die Privilegierung über die „Nebentätigkeit“ zu verlieren. Besonders kurios ist die Ausnahme für die Personen in der Unternehmensgruppe, die über eine Zulassung nach der MiFID verfügen, denn gerade diese schon als Finanzakteure identifizierten Teile einer Unternehmensgruppe sollten doch in die Bewertung, ob das gesamte Unternehmen ein Finanzakteur ist, einbezogen werden.. Schließlich scheinen die Schwellenwerte für den zulässigen Marktanteil in der EU im „Marktanteilstest“ hoch angesetzt.

4.2 Berechnung der Positionslimits

Die **Höhe der Limits** ist wohl der größte Schwachpunkt der gesamten Umsetzung. Zwar waren die ursprünglichen Vorschläge der ESMA noch schlechter als der Kommissionsbeschluss, mit einem Richtwert von 25 % Anpassung nach oben und unten um 15 %. Und die Absenkung – auf Druck der Zivilgesellschaft – bei Nahrungsmitteln für den Richtwert auf 20 % und die untere Grenze auf 2,5 % sind zu begrüßen. Dennoch sind diese **speziellen Nahrungsmittel-Limits** unzureichend:

¹² ESMA (2016): Opinion. Draft Regulatory Technical Standards on methodology for calculation and the application of position limits for commodity derivatives traded on trading venues and economically equivalent OTC contracts, Nr. 12, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-668_opinion_on_draft_rts_21.pdf.

- Sie gelten nur für die Nahrungsmittel, die für den menschlichen Verzehr bestimmt sind, obwohl andere Nahrungsmittelpreise (z.B. für Futterweizen) und letztlich alle Rohstoffpreise auch durch exzessive Spekulation verzerrt werden können. Zudem werden die Preise für Nahrungsmittel auch durch andere Rohstoffpreise beeinflusst werden, allen voran Öl (das aber schon den Limits nach dem Regelfall unterliegt).
- Sie gelten nur ab einer bestimmten Marktgröße.
- Sie haben dieselbe hohe Obergrenze wie alle anderen Rohstoffderivate (35 %), die von den nationalen Behörden oft ausgenutzt werden könnte. Selbst die Richtwerte sind mit 20 % immer noch hoch und setzen exzessiver Spekulation keine ausreichende Grenze. Zum Vergleich: In den USA lagen die realen Werte für Agrarrohstoffe im Jahr 2015 deutlich niedriger, in einer Spanne von 4,1 % (Weizen) bis zu 15,3 % (Mais) (siehe Tabelle 4, mit weiteren Beispielen).

Tabelle 4: Beispiele für das Verhältnis von Positionslimits zu lieferbarer Menge aus den USA im Jahr 2015¹³

Rohstoff	Positionslimits in % der lieferbaren Menge
Kupfer	21,0
Mais	15,3
Sojabohnen	12,6
Erdgas	11,0
Hafer	10,2
Palladium	8,8
Reis	8,5
Rohöl	5,0
Weizen	4,1
RBOB Benzin	3,5

Die Höhe der Limits ist nicht nur bei Nahrungsmitteln für den menschlichen Verzehr niedrig im Vergleich zu realen Werten, sondern auch bei **anderen Rohstoffen**, auf die die Limits für den Regelfall anwendbar sind. So lag 2015 selbst der höchste Wert in den USA nur bei 21 % (Kupfer), also unterhalb des Richtwerts (25 %) und weit unterhalb des Höchstwerts (35 %).

Auch die Limits in den „**anderen Monaten**“ mit Bezug auf die offenen Positionen sind sehr hoch. In den USA sind die entsprechenden Limits deutlich niedriger, nämlich 2,5 % für weniger liquide Kontrakte und auch nur 10 % selbst für die liquidesten.¹⁴ In den USA gibt es außerdem bei Agrarrohstoffen häufig absolute Limits, die von den über die US-Formel berechneten abweichen, meist nach unten.¹⁵

Die Bezugnahme auf die **offenen Positionen** bei den „anderen Monaten“ ist generell fragwürdig. Die Preise in diesen Monaten sind für den Spot-Monat von Bedeutung, da Händler immer die gesamte Preiserwartungskurve („forward curve“) im Blick haben dürften. Deshalb sollte bei den „anderen Monaten“ als Bezugsgröße ebenfalls die lieferbare Menge genommen werden. Der Bezug auf die offenen Positionen lässt auch außer Acht, dass ein Aufbau spekulativer Positionen das zulässige Limit erweitert, was schnell zu einer Inflation des Limits führt, wenn ein einzelner Händler bis zu 35 % oder gar 50 % der Kontrakte halten kann. Denn er kann dann mit seinem eigenen Handeln das Gesamtvolumen signifikant beeinflussen und somit auch das Limit. Die Kommission hat immerhin als einen weichen Faktor bei der Berechnungsmethode bestimmt, dass eine Diskrepanz zwischen offenen Positionen und lieferbarer Menge bei den Anpassungen berücksichtigt werden kann, aber die Wirkung ist, wie gesagt, im Detail schwer vorherzusehen und zu bewerten. Auch dass es keine Limits für einzelne Nicht-Spot-Monate gibt, wie zum Beispiel in den USA, scheint bedenklich.

Die Erhöhung der **Limits für neue und illiquide Kontrakte** – die wohl auch für Nahrungsmittel gilt¹⁶ – führt in den betroffenen Märkten zu einer besonders starken Einfluss- und Manipulationsmöglichkeit einzelner Händler. Dies gilt zum einen schon für die Fälle, in denen bis zu 50 % als Limit

¹³ Daten übernommen aus Oxfam International, Finance Watch, Global Justice Now and SOMO: Memo on commodities in MiFIDII/MiFIR level 2 - 14 October 2015, nicht veröffentlicht, Seite 3 und 4.

¹⁴ Vgl. <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/150.5>.

¹⁵ Vgl. <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/poslimitstable-a.pdf>.

¹⁶ Dem Verfasser ist nicht klar, in welchem Verhältnis die verschiedenen Ausnahmen zum Regelfall bzw. untereinander stehen.

gelten. Diese Bestimmung wurde auch erst spät im Verlauf des Prozesses ergänzt¹⁷ – wohl auf Druck der Wirtschaftslobby. Zum anderen könnten in den sehr kleinen Märkten, die nur bis zu 2.500 Kontrakteinheiten umfassen, bis zu 100 % von einem einzigen Händler gehalten werden. Eine faire Preisbildung dürfte in diesem Fall ausgeschlossen sein. Die Gefahr dieser dauerhaften absoluten Größe besteht auch darin, dass die Handelsplätze die Größe der Kontrakteinheiten sehr hoch bestimmen könnten, so dass ein Händler dadurch sehr große Mengen halten könnte. Erfahrungswerte stützen den Ansatz der Kommission nicht: In den USA gibt es Märkte wie für Hafer, auf dem – selbst kombiniert für Futures und Optionen – unter 10.000 Kontrakte gehandelt werden. Ohne dass es für diesen relativ kleinen Markt Spezialregeln geben würde, funktioniert er.¹⁸

Die Wirkung der **weichen Faktoren**, bei denen die Kommission keine Zahlenwerte festsetzt, ist schwer abzuschätzen. Es ist aber zu befürchten, dass nationale Behörden in konkreten Fällen sehr unterschiedlich mit den Vorgaben umgehen werden, vor allem was das Ausmaß der Reaktion angeht, wenn einer der weichen Faktoren vorliegt. So hatte die Aufsicht der Pariser Warenterminbörse MATIF einmal ein Limit von 38 % für Weizen gesetzt, als die ESMA noch eine Maximalgrenze von 40 % plante.¹⁹ Zudem wurde hier die MiFID nicht vollständig umgesetzt, die von der „Anzahl und Größe der Marktteilnehmer“ (Art. 57 Abs. 3 Buchst. e) spricht, während die Umsetzung nur noch auf die „Anzahl“ Bezug nimmt (vgl. Tabelle 3).

Positiv ist auch die **Berücksichtigung der Volatilität**, da hier exzessive Spekulation indirekt bekämpft werden kann, wenn sie zu Volatilität führt. Dieser Punkt wurde erst ganz zum Schluss im November 2016 von der Kommission eingefügt. Allerdings ist genau diese Vorgabe ohne konkrete Richtungsvorgaben für die Hebung/Senkung der Limits. Es ist nur die Rede davon, dass die Anpassung die Volatilität mindern muss. Deshalb kann eine nationale Behörde frei entscheiden, wie sie die Limits anpasst. Vor dem Hintergrund, dass von den Gegnern der Positionslimits immer wieder angeführt wurde, dass diese die Volatilität erhöhen würden, ist die Vagheit der Bestimmung heikel.

4.3 Fazit

Insgesamt scheint die Umsetzung der MiFID-Vorgaben durch die EU-Kommission nicht zur effektiven Eindämmung der Spekulation und der Macht einzelner Händler geeignet. Die Ziele, mit den Limits „Marktmissbrauch zu verhindern“, „zu geordneten Preisbildungs- und Abwicklungsbedingungen beizutragen“ und „marktverzerrende Positionen zu verhindern“ werden wahrscheinlich nicht erreicht werden.

Das liegt zum einen an einigen weitgehenden Ausnahmen, vor allem bei der Aggregation der Positionen von Finanzfonds (OGAW) eines Konzerns und an den laxen Regeln für mit Derivate handelnde Nicht-Finanzunternehmen, die dadurch zwar nicht komplett von den Limits ausgenommen sind, aber Gebrauch von den Ausnahmen für Sicherungsgeschäfte machen können – bis hin zum „Portfolio-Hedging“ ohne klaren Zusammenhang zwischen Derivatgeschäfte und Risiko aus einem Realgeschäft.

Zum anderen sind die zahlenmäßigen Grenzen der Limits – auch die speziellen für Nahrungsmittel – viel zu hoch, vor allem was die oberen Grenzwerte angeht. Sie bleiben weit hinter den realen Werten in den USA zurück. Und auch hier gibt es zahlreiche Ausnahmen, insbesondere für illiquide und neue Märkte. Der exzessiven Spekulation mit Nahrungsmitteln wird mit dieser Umsetzung der MiFID nur ein dünner Riegel vorgeschoben.

¹⁷ Steven Maijoor, Vorsitzender der ESMA, in seiner Rede im ECON MiFID II/MiFIR Scrutiny Session am 21. Juni 2016, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-940_statement_econ_hearing_mifid_ii.pdf.

¹⁸ Oxfam International, Finance Watch, Global Justice Now and SOMO: Memo on commodities in MiFIDII/MiFIR level 2 - 14 October 2015, nicht veröffentlicht, Seite 5.

¹⁹ Oxfam International, Finance Watch, Global Justice Now and SOMO: Memo on commodities in MiFIDII/MiFIR level 2 - 14 October 2015, nicht veröffentlicht, Seite 6.