



Sachstand

Konsequenzen der neuen MiFID-II-Richtlinie und der MiFIR-Verordnung für Hochfrequenzhandel und Nahrungsmittelspekulation

Konsequenzen der neuen MiFID-II-Richtlinie und der MiFIR-Verordnung für Hochfrequenzhandel und Nahrungsmittelspekulation

Aktenzeichen: PE 6 - 3000 - 188/14
Abschluss der Arbeit: 16. Oktober 2014
Fachbereich: Fachbereich PE 6: Europa

Inhaltsverzeichnis

1.	Hintergrund	4
2.	Mindesthaltefrist	5
3.	Nahrungsmittelspekulation	6
3.1.	Positionslimits	6
3.2.	Transparenzregeln	7

1. Hintergrund

Im April 2014 wurde die MiFID-II-Richtlinie (Markets in Financial Instruments Directive)¹ sowie die dazugehörige Durchführungsverordnung (Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente, MiFIR)² beschlossen. Am 3. Juli 2014 traten die neuen Regelwerke in Kraft. Sowohl die neue Richtlinie als auch die Verordnung entfalten allerdings erst ab dem 3. Januar 2017 Wirkung für die betroffenen Marktteilnehmer. Übergeordnetes Ziel der alten sowie der neuen MiFID-Richtlinie ist die Förderung der Integration, Wettbewerbsfähigkeit und Effizienz der EU-Finanzmärkte. Die Überarbeitung der MiFID-Richtlinie ist damit integraler Bestandteil der Reformen, die im Zusammenhang mit der Finanzkrise auf die Schaffung eines sichereren, solideren, transparenteren und verantwortungsvolleren Finanzsystems abzielen.³ Neuregelungen der MiFID II und der MiFIR betreffen unter anderem die Einführung einer neuen Form von Handelsplätzen, den sogenannten Organised Trading Facilities (OTF), ein erweitertes Transparenzregime, eine Handelsverpflichtung für Aktien und Derivate sowie neue Regelungen für den Hochfrequenzhandel.⁴

Der Fachbereich wurde in diesem Zusammenhang um die Beantwortung folgender Fragen gebeten:

- 1) *Ist es möglich/wahrscheinlich, dass innerhalb der Level-2-Verhandlungen eine Mindestverweildauer in die MiFID-II aufgenommen wird, so dass alle Aufträge von Handelsteilnehmern, die in das System eingegeben werden, für eine bestimmte Dauer gültig sind und während dieses Zeitraums nicht storniert oder geändert werden können?*
- 2) *Welche Regelungen sieht die MiFID-II-Richtlinie im Bereich der Nahrungsmittelspekulationen vor?*

Vorab ist darauf hinzuweisen, dass die vertiefte Auseinandersetzung mit den Regelwerken zur Beantwortung dieser Fragen umfassende ökonomische Kenntnisse voraussetzt. Daher kann der Fachbereich im Folgenden nur auf die rechtlichen Aspekte der Fragen eingehen, ohne eine wirtschaftliche Folgenabschätzung vorzunehmen. Prognosen für den Ausgang des laufenden Gesetzgebungsverfahrens (Level-2-Rechtsakte) können ebenfalls nicht abschließend getroffen werden.

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. ABL L 173 vom 12.6.2014 (im Folgenden MiFID-II-Richtlinie).

² Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012. ABL L 173 vom 12.6.2014 (im Folgenden „MiFIR-Verordnung“).

³ Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates. KOM(2011) 656, S. 1-2. Online abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:DE:PDF>.

⁴ Gomber/Nassauer. Neuordnung der Finanzmärkte in Europa durch MiFID II/MiFIR. SAFE Policy Paper. Online abrufbar unter: <http://safe-frankfurt.de/uploads/media/GomberNassauerMiFIDIIMiFIR.pdf>.

2 Mindesthaltefrist

Die Einführung einer Mindesthaltefrist für den Hochfrequenzhandel wurde im Rahmen der Verhandlungen über die Richtlinie im Europäischen Parlament diskutiert.⁵ Konkret wurde zur Entschleunigung des Hochfrequenzhandels eine Mindestverweildauer von Ordnern für 500 Millisekunden vorgeschlagen. Es sollte dadurch die Praxis eingeschränkt werden, dass innerhalb weniger Millisekunden Order platziert und wieder zurückgezogen werden. Dies diene nach Ansicht einiger Parlamentarier „lediglich dazu künstlich Angebot oder Nachfrage zu generieren, um die Preisbildung zu beeinflussen“.⁶ Ein Vorschlag des Europäischen Parlaments zur Ergänzung des Art. 51 der Richtlinie durch die Einführung einer Mindesthaltefrist von 500 Millisekunden wurde nach der ersten Lesung eingebracht.⁷ Der Vorschlag des europäischen Parlaments scheiterte jedoch; die endgültige Fassung der MiFID-II-Richtlinie sieht eine solche Mindesthaltefrist nicht vor. Das Europäische Parlament stimmte im April 2014 einem Entwurf zu, der die Abänderung des Art. 51 nicht mehr vorsah.⁸

Fraglich ist, ob die Mindesthaltefrist nun über die Level-2-Rechtsakte eingeführt werden könnte. Richtlinie und Verordnung sind sogenannte Level-1-Rechtsakte. Bei den Level-2-Rechtsakten handelt es sich um delegierte Rechtsakte und Durchführungsrechtsakte (Art. 290 und Art. 291 AEUV) zur Konkretisierung der technischen Details der Richtlinie bzw. der Verordnung, welche

⁵ Protokoll der Plenardebatte vom Donnerstag, 26. Oktober 2012, TOP 17. Legislative Observatory, online abrufbar unter: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+CRE+20121025+ITEM-017+DOC+XML+V0//DE&language=DE>.

⁶ EurActiv. Interview mit Markus Ferber (Berichtersteller für die Revision der MiFID-Richtlinie im Europäischen Parlament) vom 28.03.2012. „MiFID-II: Mehr Transparenz, weniger Spekulation.“ Online abrufbar unter: <http://www.euractiv.de/finanzen-und-wachstum/interview/mifid-ii-mehr-transparenz-weniger-spekulation-006140>.

⁷ Vgl. Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 26. Oktober 2012 zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (Neufassung). Art. 51 (1) b: „*Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass ein geregelter Markt über wirksame Systeme, Verfahren und Vorkehrungen verfügt um sicherzustellen, dass alle Aufträge, die von einem Mitglied oder Teilnehmer in das System eingegeben werden, während mindestens 500 Millisekunden gültig sind und während dieses Zeitraums nicht storniert oder geändert werden können.*“ Legislative Observatory. Online abrufbar unter: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&language=EN&reference=P7-TA-2012-406>.

⁸ Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments vom 15. April 2014 zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (Neufassung). Legislative Observatory. Online abrufbar unter: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2014-0386+0+DOC+XML+V0//DE>.

voraussichtlich von der Kommission im nächsten Jahr verabschiedet werden.⁹ Mit der Ausarbeitung dieser Level-2-Rechtsakte ist vor allem die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) beauftragt.¹⁰ Ob letztlich über die Level-2-Rechtsakte eine Mindesthaltfrist eingeführt wird, ist nicht vorherzusagen. Allerdings ist die Aufnahme einer Mindesthaltfrist in die Rechtsakte sehr unwahrscheinlich. Zum einen darf ein Level-2-Akt den ihn ermächtigenden Basisrechtsakt nicht insoweit abändern, dass dadurch die Parlamentsbeteiligung bei der Änderung ausgehöhlt würde (vgl. Art. 290 UAbs. 2 S. 2 AEUV).¹¹ Die Kommission hat also nur die Befugnis zur Konkretisierung *nicht-wesentlicher* Bestimmungen.¹² Außerdem hat die ESMA bereits ein Diskussionspapier¹³ und ein Konsultationspapier¹⁴ über die von ihr vorgesehene Konkretisierung der Level-1-Rechtsakte publiziert. In keinem dieser Dokumente wird eine Mindesthaltfrist erwähnt oder diskutiert. Es scheint daher äußerst unwahrscheinlich, dass eine Mindesthaltfrist über die Level-2-Verhandlungen aufgenommen wird.

3. Nahrungsmittelspekulation

Die Spekulation mit Nahrungsmitteln wird insbesondere in zweierlei Hinsicht von den neuen Regelwerken betroffen; einerseits über die Positionslimits gem. Art. 57 der MiFID-II-Richtlinie und andererseits über die Transparenzregeln der MiFIR-Verordnung. Darüber hinaus ermöglicht die Richtlinie ein allgemeines präventives Verbot für solche Finanzprodukte, die Gefahren für Finanz- oder Gütermärkte darstellen.¹⁵

3.1. Positionslimits

Positionslimits sind Obergrenzen für Finanzinvestoren an Warenterminmärkten. Sie begrenzen die maximale Anzahl an Terminkontrakten, die von einzelnen oder Gruppen von Akteuren ge-

⁹ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin Journal Juni 2014. MiFID II/MiFIR. S. 7-8. <http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2014/bj1406.pdf?blob=publicationFile&v=2>; Europäische Kommission. Request to ESMA for technical advice on possible delegated acts and implementing acts concerning the regulation on markets in financial instruments. 23.04.2014. Online abrufbar unter: <http://ec.europa.eu/internalmarket/securities/docs/isd/mifid/140423-esma-requesten.pdf>

¹⁰ Europäische Kommission. Request to ESMA for technical advice on possible delegated acts and implementing acts concerning the regulation on markets in financial instruments. 23.04.2014. Online abrufbar unter: <http://ec.europa.eu/internalmarket/securities/docs/isd/mifid/140423-esma-requesten.pdf>

¹¹ EuGH, Rs. C-303/94 (Parlament/Rat) Rn. 23ff.; Ruffert in: Callies/Ruffert. Kommentar zum EUV/AEUV. Art. 290 AEUV. Rn 7.

¹² Ruffert in: Callies/Ruffert. Kommentar zum EUV/AEUV. Art. 290 AEUV. Rn 9.

¹³ ESMA. Discussion Paper MiFID II/MiFIR. 22. Mai 2014. Online abrufbar unter: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-548discussionpapermifid-mifir.pdf>

¹⁴ ESMA. Consultation Paper MiFID II/MiFIR. 22. Mai 2014. Online abrufbar unter: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-549-consultationpapermifidii-mifir.pdf>

¹⁵ Vgl. Art. 40 MiFIR-Verordnung.

halten werden können. So können sie verhindern, dass Händler Märkte dominieren und die Entwicklung der Preise verzerren.¹⁶ Die neue MiFID-II-Richtlinie setzt erstmals die rechtlichen Voraussetzungen für eine verbindliche Einführung von Positionslimits in der EU. Die Richtlinie nimmt in den Anwendungsbereich der Finanzinstrumente nun auch Warenderivate (und somit Agrarrohstoffe) auf¹⁷ und unterwirft diese den Positionslimits gemäß Art. 57 MiFID-II-Richtlinie. Dadurch sollen exzessive Spekulationen mit Rohstoffen eingedämmt werden.¹⁸

Die konkrete Höhe der Positionslimits wird von den Mitgliedstaaten und nicht von der EU festgelegt. Kritiker befürchten hierdurch einen „race to the bottom“, da eine Festlegung der Limits auf nationaler Ebene dazu führen kann, dass die Staaten miteinander in Konkurrenz treten, um die niedrigsten Limits festzusetzen.¹⁹ Die ESMA konkretisiert allerdings die Berechnungsmethode für die Positionslimits der Mitgliedstaaten in ihrer Ausarbeitung der technischen Details der Richtlinie durch delegierte Rechtsakte (s.o.). Sie hat außerdem eine sogenannte Positionsmanagementbefugnis und kann beispielsweise nach Art. 45 MiFIR-Verordnung einen Beschluss gegenüber Wertpapierfirmen und Marktbetreibern erlassen um im Einzelfall eine Position dauerhaft oder zeitweilig aufzulösen oder zu reduzieren.

3.2. Transparenzregeln

Die Regelung zu den Positionslimits ergänzend greift eine Reportingverpflichtung ein. Die von der MiFID-II reglementierten Handelsplätze²⁰ sollen die zuständige Behörde über die Einzelheiten der Obergrenzen oder Regelungen informieren. Die ESMA veröffentlicht und aktualisiert daraufhin eine Datenbank mit Zusammenfassungen der geltenden Obergrenzen und gewährleistet so eine regelmäßige und zeitnahe Berichterstattung.²¹

Außerdem wurden durch die Neuregelungen auch erstmals umfassende Transparenzbestimmungen für (Agrar-)Derivate eingeführt. Diese in Art. 8 - 11 der MiFIR-Verordnung vorgesehenen

¹⁶ Vgl. Pressemitteilung Nr. 10 des Bundesministeriums für Ernährung und Landwirtschaft vom 15.01.2014. „Exzessiven Nahrungsmittelspekulationen einen Riegel vorschieben.“ Online abrufbar unter: <http://www.bmel.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/2014/010-Finanzinstrumente-Richtlinie.html>

¹⁷ Vgl. Erwägungsgrund 8 der MiFID-II-Richtlinie.

¹⁸ Allerdings sind physische Preisabsicherungsgeschäfte der Agrarwirtschaft von den Positionslimits ausgenommen.

¹⁹ Pressemitteilung von EFFAT (Europäischer Verband der Landwirtschafts-, Lebensmittel- und Tourismusgewerkschaften) vom 04.02.2014. „Neue Beschränkungen für Nahrungsmittelspekulationen.“ <http://www.oxfam.de/sites/www.oxfam.de/files/2013-06-05loopholespapieroxfamfoodwatch.pdf>

²⁰ Umfasst davon sind die regulierten Märkte, MTFs (multilaterale Handelssysteme) und OTFs (organisierte Handelssysteme).

²¹ Funke. Reaktion auf die Finanzmarktkrise - Teil 2: MiFID und MiFIR machen das Frühwarnsystem perfekt. CCZ 2012, S. 56; Jakobs/Beker (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht). Revision der MiFID: Überblick über die Regelungen der neuen Finanzmarktrichtlinie und -verordnung. Online abrufbar unter: <http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fabj1408revisiondermi-fid.html>

Pflichten zur Offenlegung von Daten galten vor der Reform im Wesentlichen nur für Aktien.²² Eine Ausweitung auf Derivate soll dafür sorgen, dass das Ausmaß der Aktivitäten spekulativer Anleger an den Terminmärkten für Agrarrohstoffe sichtbar und die Arbeit der Aufsichts- und Regulierungsbehörden erleichtert wird.²³ Auch soll Betreibern von Handelsplattformen dadurch ermöglicht werden, Ungleichgewichte frühzeitig zu erkennen und schonend zu reduzieren.²⁴

Konkret sind gem. Art. 8 MiFIR-Verordnung im Rahmen der Vorhandelstransparenz die aktuellen Geld- und Briefkurse und die Tiefe der Handelspositionen zu diesen Kursen zu veröffentlichen. Gemäß der Regeln über die Nachhandelstransparenz (Art. 10 MiFIR-Verordnung) müssen Marktbetreiber und Wertpapierfirmen, die einen Handelsplatz betreiben, Kurs, Volumen und Zeitpunkt der getätigten Geschäfte so nah in Echtzeit wie technisch möglich veröffentlichen.

Mit Hilfe dieser Offenlegungspflicht und der zeitnahen Berichterstattung soll die Transparenz an den Terminmärkten erheblich verbessert werden um dadurch zumindest mittelbar auch exzessive Nahrungsmittelspekulationen zu verhindern.

- Fachbereich Europa -

²² ~~Jakobs/Beker~~ (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht). Revision der MiFID: Überblick über die Regelungen der neuen Finanzmarktrichtlinie und -verordnung. Online abrufbar unter: <http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fabj1408revisiondermifid.html>

²³ Vgl. Pressemitteilung Nr. 95 des Bundesministeriums für Ernährung und Landwirtschaft vom 16.04.2014. „Wichtiger Schritt gegen die Spekulation mit Nahrungsmitteln.“ Online abrufbar unter: <http://www.bmel.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/2014/095-SC-MiFID.html>

²⁴ Jakobs/Beker (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht). Fachartikel: Revision der MiFID: Überblick über die Regelungen der neuen Finanzmarktrichtlinie und -verordnung. Online abrufbar unter: <http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fabj1408revisiondermifid.html>