

Simon René Barth

Regulierung des
Derivatehandels nach
MiFID II und MiFIR

Heft 134

Mai 2015

Regulierung des Derivatehandels nach MiFID II und MiFIR

Von

Simon René Barth

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

Simon René Barth, M.Sc. ist Absolvent des wirtschaftswissenschaftlichen Bereichs der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg sowie Absolvent des postgradualen Studiengangs Master of Business Law and Economic Law am Institut für Wirtschaftsrecht an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Christian Tietje/Gerhard Kraft (Hrsg.), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 134

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter <http://www.dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 1612-1368 (print)

ISSN 1868-1778 (elektr.)

ISBN 978-3-86829-752-2 (print)

ISBN 978-3-86829-753-9 (elektr.)

Schutzgebühr Euro 5

Die Hefte der Schriftenreihe „Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht“ finden sich zum Download auf der Website des Instituts bzw der Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht unter den Adressen:

<http://institut.wirtschaftsrecht.uni-halle.de/de/node/23>

<http://telc.jura.uni-halle.de/de/node/23>

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle (Saale)
Tel.: 0345-55-23149 / -55-23180
Fax: 0345-55-27201
E-Mail: ecohal@jura.uni-halle.de

INHALTSVERZEICHNIS

A. Einleitung	5
B. Ökonomische und rechtliche Grundlagen.....	7
I. Begriff des Derivates und historische Entwicklung des Derivatehandels	7
II. Märkte für den Handel mit Derivaten und Derivatearten	7
III. Ökonomische Daseinsberechtigung und Einsatzbereiche der Derivate.....	9
IV. Gründe für einen Regulierungsbedarf hinsichtlich der Derivate	10
C. Regulierung des Derivatehandels unter Geltung der EMIR	11
I. Entstehung und zentrale Inhalte der EMIR	11
II. Pflicht zum zentralen Clearing und Meldung an Transaktionsregister.....	13
1. Clearing über zentrale Gegenparteien	13
2. Meldung an Transaktionsregister	14
III. Einfluss der CRD und CRR auf das zentrale Clearing der OTC-Derivate	15
D. Neuerungen hinsichtlich der Regulierung des Derivatehandels durch MiFID II und MiFIR.....	16
I. Grundlegendes zu MiFID II und MiFIR.....	16
II. Handel qualifizierter Derivate über organisierte Handelsplätze.....	18
1. Organisierte Handelsplätze nach MiFID II	18
2. Handel qualifizierter Derivate auf organisierten Handelsplätzen	20
3. Wertung der Einführung der OTFs und Auswirkungen des Handels qualifizierter Derivate auf organisierten Handelsplätzen	22
III. Implementierung eines neuen Transparenzregimes für den Derivatehandel ...	25
1. Grundlegendes zum neuen Transparenzregimes für den Derivatehandel .	25
2. Vorhandelstransparenzanforderungen.....	27
3. Nachhandelstransparenzanforderungen & Meldepflichten.....	28
4. Weitere neue Transparenzanforderungen	30
5. Auswirkungen der Einführung des neuen Transparenzregimes	31
IV. Regulierung des Warenderivatehandels	34
1. Grundlegendes zur Regulierung des Handels mit Warenderivaten.....	34
2. Positionslimits für Warenderivate	34
3. Positionsmanagement	35
4. Positionsmeldepflichten	36
5. Auswirkungen der neuen Regulierung des Handels mit Warenderivaten .	37
V. Regelungen im Verhältnis zu Drittländern.....	38
E. Fazit	40

A. Einleitung

Die Staats- und Regierungschefs der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer haben auf dem G20-Gipfel in Pittsburgh am 24. und 25. September 2009, unter dem Eindruck der Weltwirtschaftskrise, der Insolvenz der Investmentbank Lehmann Brothers und dem Beinahe-Zusammenbruch des Versicherungsunternehmens AIG, drei grundlegende Beschlüsse zur Regulierung des Derivatehandels und mithin zur Reform der Derivatemärkte getroffen.¹ Gemäß des ersten Beschlusses sollen alle standardisierten *Over-the-Counter-Handel-Derivate* (OTC-Derivate) bis zum Ende des Jahres 2012 über eine Börse oder eine elektronische Handelsplattform gehandelt und anschließend durch eine zentrale Gegenpartei abgewickelt werden. Der zweite Beschluss des Gipfels dient der Erhöhung der Transparenz des OTC-Handels. Die Vertreter der G20-Staaten fordern die Meldung aller OTC-Kontrakte an sogenannte Transaktionsregister. Der dritte Beschluss behandelt den Umgang mit den nicht zentral abgewickelten Derivaten. Für die aus diesen Derivaten resultierenden Risikopositionen sollen die Eigenkapitalanforderungen erhöht werden.²

Die Notwendigkeit dieser Reform hat EU-Kommissar Michel Barnier folgendermaßen in Worte gefasst: „Finanzmärkte sind da, um der Realwirtschaft zu dienen, und nicht umgekehrt. Die Märkte haben sich im Laufe der Jahre verändert, und unsere Rechtsvorschriften müssen mit der Entwicklung Schritt halten.“³

Mit der Umsetzung der G20-Beschlüsse wurde, sowohl in den USA als auch in der EU, zeitnah begonnen. Die USA haben grundlegende Normen zur Umsetzung der Beschlüsse in Titel VII des sogenannten Dodd-Frank-Acts vom 21. Juli 2010 niedergelegt.⁴ In der EU erfolgt die Umsetzung der Beschlüsse in mehreren Richtlinien und Verordnungen.⁵ Das zentrale Clearing der OTC-Derivate ist in der „Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister“ (European Market Infrastructure Regulation, EMIR) geregelt, die am 4. Juli 2012 vom Europäischen Parlament sowie Rat beschlossen wurde und am 16. August 2012 in Kraft getreten ist. In dieser Verordnung ist ferner der zweite Beschluss des G20-Gipfels, die Meldung an Transaktionsregister, normiert.⁶ Die erhöhten Eigenkapitalanforderungen an nicht zentral abgewickelte OTC-Derivate, die der Inhalt des dritten Beschlusses des G20-Gipfels waren sowie die Umsetzung der Basel III Regelungen, werden in der EU

¹ Vgl. statt vieler *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145 (145f); *Lehmann*, RdF 5 (2011), 300 (300, 302); *Europäische Kommission*, IP/11/1219, 1; erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1219_de.htm> (besucht am 08. Februar 2015).

² Vgl. statt vieler *Schuster/Ruschkowski*, ZBB 2 (2014), 123 (124); *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (13), (besucht am 24. September 2014); *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (254).

³ Europäische Kommission, IP/11/1219, 1, erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1219_de.htm> (besucht am 08. Februar 2015).

⁴ Vgl. statt vieler *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 (180); *Altrock/Müller*, die bank Nr 7 (2014), 27; *Avgouleas*, Regulating Financial Innovation, 1 (22), (besucht am 08. Februar 2015).

⁵ Vgl. *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145 (146f); *Schuster/Ruschkowski*, ZBB 2 (2014), 123 (124); *Ferrarini/Saguato*, Regulating Financial Market Infrastructures, 1 (7), (besucht am 08. Februar 2015).

⁶ Vgl. statt vieler *Gstädtner* a.a.O., 145 (147); *Pankoke*, WM 1 (2014), 4 (4f); *Altrock/Müller*, die bank 7 (2014), 27.

in der Capital Requirement Directive (CRD IV) und der Capital Requirement Regulation (CRR) geregelt.⁷ Die ebenfalls im ersten Beschluss enthaltene Forderung, OTC-Derivate an Börsen oder an anderen organisierten Handelsplätzen zu handeln, ist in der Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II) und der Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR) geregelt.⁸

Basierend auf der im Jahr 2009 begonnenen Reform der Derivatemärkte und dem damit verbundenen Erläuterungs- und Klärungsbedarf hinsichtlich der Regulierung des Handels von Derivaten, wurde als Thema dieses Beitrags die „Regulierung des Derivatehandels nach MiFID II und MiFIR“ gewählt. Die zentrale Fragestellung dieser Thesis lautet, ob die neuen Vorschriften zur Regulierung des Derivatehandels zu Veränderungen führen, die im Hinblick auf die Lehren aus der Weltwirtschaftskrise und die Beschlüsse des G20-Gipfels in Pittsburgh 2009 als Verbesserung zu bewerten sind. Insbesondere soll in diesem Zusammenhang eruiert werden, ob die Beschlüsse des G20-Gipfels in Pittsburgh 2009, welche an die Ergebnisse des G20-Gipfels in Washington 2008⁹ anknüpfen, umgesetzt und dadurch die Risiken, die von den Derivaten ausgehen, reduziert werden.

In der Thesis erfolgt eine Fokussierung auf diejenigen Beschlüsse, welche in der EU durch die MiFID II und die MiFIR umgesetzt werden sollen. Die G20-Beschlüsse, deren Umsetzung in der EMIR sowie in der CRD und CRR erfolgt, werden im Rahmen dieses Beitrags dennoch kurz erläutert werden, um die Regulierung des Derivatehandels nach der MiFID II und MiFIR im Gesamtzusammenhang zu sehen. Die Regulierung des Hochfrequenzhandels sowie die Regelungen bezüglich des Zugangs zu zentralen Gegenparteien und Handelsplätzen können im Hinblick auf den Umfang dieses Beitrags nicht behandelt werden.

Im Anschluss an diese Einleitung werden zunächst ökonomische sowie rechtliche Grundlagen des Derivatehandels dargestellt, um dadurch die Verständlichkeit der im Laufe der Thesis erfolgenden detaillierten Ausführungen zur Regulierung der Derivate zu erhöhen. Im dritten Kapitel wird die Regulierung des Derivatehandels durch die EMIR erläutert. Der Fokus dieser Thesis liegt auf dem vierten Kapitel, in welchem die Regulierung des Derivatehandels nach MiFID II und MiFIR im Detail Erörterung findet. Im fünften und letzten Kapitel werden die zentralen Ergebnisse dieser Thesis zusammengefasst.

⁷ Vgl. statt vieler *Gstädtner* a.a.O., 145 (147); *Schuster/Ruschkowski*, ZBB 2 (2014), 123 (133); *Köhling/Adler*, WM 46 (2012), 2173 (2178).

⁸ Vgl. statt vieler *European Commission*, Statement 14/129, 1, (besucht am 08. Februar 2015); *Europäische Kommission*, IP/11/1219, 1 (2), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1219_de.htm> (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) *MiFID II and the new trading landscape*, 1 (3), (besucht am 08. Februar 2015).

⁹ S. im einzelnen *G20, Declaration – Summit on Financial Markets and the World Economy*, November 15, 2008.

B. Ökonomische und rechtliche Grundlagen

I. Begriff des Derivates und historische Entwicklung des Derivatehandels

Bei einem Derivat handelt es sich um ein Finanzinstrument dessen Wert in Abhängigkeit von einem zuvor definierten Basiswert steht. Die Bewertung des Derivates beruht demgemäß auf dem (Markt-)Wert seines Basiswertes. Als solcher können Aktienkurse, Zinssätze, Devisenkurse, Warenwerte sowie andere spezifizierte Referenzgrößen zugrunde gelegt werden.¹⁰ Die Bezeichnung solcher Finanzinstrumente als Derivate leitet sich aus dem Lateinischen ab und findet ihren Ursprung in dem Wort *derivate* bzw. *derivatum*, welches übersetzt *ableiten* bzw. *abgeleitet* bedeutet.¹¹

Die Ursprünge des Derivatehandels gehen zurück bis in das Mittelalter. Diese frühe Form des Derivatehandels diente primär der Sicherstellung einer zukünftigen Belieferung mit Waren zu einem vorher bestimmten festen Preis. Weitere Aspekte waren aber auch schon damals die Zinsersparnis sowie die Spekulation.¹²

Die Eröffnung der Chicago Board Options Exchange (CBOE) im Jahr 1973 gilt als die Geburtsstunde des modernen Derivatehandels, da es der CBOE gelang einen geordneten Markt inklusive sinnvoll definierter Kontrakte herzustellen. So konnte die Nachfrage der Marktteilnehmer nach Finanzinstrumenten zur Absicherung befriedigt werden, die nach dem Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse aufgekommen war.¹³ Der amerikanische Derivatehandel stellte auf eine leichte Handelbarkeit der derivativen Kontrakte ab und war aufgrund dessen die Grundsteinlegung für den globalen Siegeszug des organisierten Handels mit Optionen und Futures.¹⁴ Zu Beginn der 1980er Jahre nahm auch auf den europäischen Märkten die Nachfrage nach diesen Finanzinnovationen zu. Daraus resultierend wurden auch in Europa Terminbörsen etabliert. Der eigentliche Anschluss an diese internationale Entwicklung gelang in Deutschland jedoch erst 1988 durch die Gründung der DTB (Deutsche Terminbörse).¹⁵

II. Märkte für den Handel mit Derivaten und Derivatearten

Der Handel mit Derivaten findet sowohl an Börsen als auch außerbörslich statt.¹⁶ Eine Börse für Derivate ist ein Handelsplatz, auf welchem standardisierte Kontrakte gehandelt werden, deren Bedingungen durch die jeweilige Börse festgelegt sind.¹⁷ Ne-

¹⁰ Vgl. statt vieler *Schmidt*, Derivate Finanzinstrumente, 1; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 87; *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 (174).

¹¹ Vgl. *Rudolph/Schäfer*, Derivative Finanzmarktinstrumente, 13.

¹² Vgl. *Rudolph/Schäfer* a.a.O., 49.

¹³ Vgl. *Ibid.*, 49; *Hull*, Optionen, Futures und andere Derivate, 1, 24f; *Schmidt*, Derivate Finanzinstrumente, 1f.

¹⁴ Vgl. *Rudolph/Schäfer* a.a.O., 50.

¹⁵ Vgl. *Ibid.*, 50; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 57.

¹⁶ Vgl. statt vieler *Schmidt*, Derivate Finanzinstrumente, 3; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 89; *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145.

¹⁷ Vgl. *Hull*, Optionen, Futures und andere Derivate, 24; *Rudolph/Schäfer*, Derivative Finanzmarktinstrumente, 27.

ben dem klassischen Handel an der Börse gibt es im Bereich des Derivatehandels den OTC-Handel. Diese Form des Handels erfolgt über ein Netzwerk von Händlern, die durch Telefone und Computer verbunden sind sowie durch den direkten Kontakt der Marktteilnehmer.¹⁸

Der wesentliche Vorteil des OTC-Handels gegenüber dem Handel an einer Börse besteht in der Möglichkeit, die Bedingungen des Geschäftes zwischen den beteiligten Parteien verhandeln zu können, anstatt an bestimmte Bedingungen gebunden zu sein. Dadurch kann das Geschäft für beide Seiten attraktiver gestaltet werden.¹⁹ Jedoch gibt es auch im Bereich des OTC-Handels einen gewissen Grad an Standardisierung über sogenannte Rahmenverträge wie beispielsweise den *ISDA Master Vertrag*. Diese bereits teilweise bestehende Standardisierung macht es möglich, den Handel und die Abwicklung einer Vielzahl von OTC-Derivaten in Zukunft zu zentralisieren.²⁰ Der OTC-Handel birgt jedoch auch Risiken, die beispielsweise aus der geringeren Transparenz der OTC-Märkte sowie den unterschiedlichen Bonitäten der beteiligten Parteien resultieren.²¹ Auf diese Risiken wird im späteren Verlauf dieses Beitrags noch genauer eingegangen.

In beiden Bereichen des Handels mit Derivaten werden große Umsätze getätigt, wobei das Handelsvolumen des OTC-Handels mittlerweile größer ist als das des klassischen Börsenhandels.²²

Es gibt viele unterschiedliche Arten von Derivaten. Nachfolgend werden, aufgrund der Fokussierung dieser Arbeit, nur die klassischen Grundformen derivativer Finanzinstrumente kurz vorgestellt. Ihnen können die Termingeschäfte mit ihren Varianten Forwards, Futures und Optionen zugerechnet werden. Bei einem Termingeschäft handelt es sich um eine Vereinbarung über eine zukünftige Lieferung und Leistung, bei der allerdings sämtliche Vertragsbestandteile, das heißt Lieferobjekt, Betrag, Preis und Erfüllungszeitpunkt, bereits festgelegt sind.²³

Sowohl bei Forwards als auch bei Futures handelt es sich um unbedingte Termingeschäfte.²⁴ Forwards werden in der Regel zwischen Banken oder zwischen einer Bank und deren Kunden, also außerbörslich, gehandelt. Die bedeutendste Form der Forwards sind die Devisentermingeschäfte. Futures sind im Unterschied zu Forwards standardisiert und werden an Börsen gehandelt.²⁵ Bedingte Termingeschäfte werden üblicherweise als Optionen bezeichnet und sowohl an Börsen als auch außerbörslich gehandelt.²⁶

¹⁸ Vgl. *Hull* a.a.O., 25; *Rudolph/Schäfer* a.a.O., 27; *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 (175).

¹⁹ Vgl. *Hull* a.a.O., 25; *Rudolph/Schäfer* a.a.O., 28; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn 89.

²⁰ Vgl. *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145.

²¹ Vgl. *Hull*, Optionen, Futures und andere Derivate, 25; *Rudolph/Schäfer*, Derivative Finanzmarktinstrumente, 28.

²² Vgl. statt vieler *Rudolph/Schäfer* a.a.O., 52; *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 (175); *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145.

²³ Vgl. *Schmidt*, Derivate Finanzinstrumente, 3.

²⁴ Vgl. *Schmidt* a.a.O., 4; *Rudolph/Schäfer*, Derivative Finanzmarktinstrumente, 14.

²⁵ Vgl. *Schmidt* a.a.O., 4; *Rudolph/Schäfer* a.a.O., 23; *Hull*, Optionen, Futures und andere Derivate, 26f, 29.

²⁶ Vgl. *Schmidt* a.a.O., 4f; *Rudolph/Schäfer* a.a.O., 14; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 371.

III. Ökonomische Daseinsberechtigung und Einsatzbereiche der Derivate

Die ökonomische Daseinsberechtigung der Derivate erschließt sich aus ihrer ökonomischen Funktion sowie aus ihren vielseitigen Einsatzmöglichkeiten und ihrem daraus entstehenden Mehrwert für die Finanzmärkte weltweit.

Die Deutsche Bundesbank hat die zentrale ökonomische Funktion der derivativen Finanzinstrumente in der „isolierten Bewertung, Bündelung und Weitergabe von Marktpreisrisiken“²⁷ zusammengefasst. Es geht insbesondere um Zins-, Wechselkurs- und Aktienkursänderungsrisiken. Der Vorteil der Derivate gegenüber den klassischen Finanzgeschäften liegt in dem erheblich geringeren, notwendigen Mitteleinsatz, welcher aus der Hebelwirkung der derivativen Finanzinstrumente resultiert.²⁸ Umso weniger Transaktionshemmnisse in Form von Steuern und Transaktionskosten vorliegen, umso vollkommener ist ein Kapitalmarkt. In der Realität sind die Finanzmärkte nicht vollkommen, aber der Handel mit Derivaten führt zu einer Verringerung der Transaktionskosten sowie zu einer Erhöhung der Liquidität der Märkte und trägt damit zur Vervollkommnung des Kapitalmarktes bei. Die Ergänzung eines Kassamarktes um einen Optionsmarkt führt überdies zu einer Vervollständigung des Kapitalmarktes, da den Wirtschaftssubjekten mehr Handlungsmöglichkeiten gegeben werden und mithin eine bessere gesamtwirtschaftliche Risikoverteilung erreicht werden kann. Ferner verbessert der Derivatehandel die Informationslage über die erwarteten Preisentwicklungen an den Finanzmärkten und wirkt dadurch auf die gesamtwirtschaftliche Produktion und die intertemporale Allokation ein.²⁹

Die zentrale ökonomische Funktion der Derivate spiegelt sich in ihren drei Einsatzbereichen – Absicherung, Spekulation und Arbitrage – wider.

Derivate können zur Absicherung von Risiken genutzt werden, die auf einer etwaigen zukünftigen Veränderung einer Marktvariablen beruhen.³⁰ Der Einsatz der Derivate zur Absicherung ist der für die Entwicklung dieser Finanzinstrumente ausschlaggebende Grundgedanke.³¹

Über die Einsatzmöglichkeit der Derivate als Absicherungsinstrument hinaus, werden Derivate von Spekulanten eingesetzt, um auf die zukünftigen Veränderungen einer Marktvariablen zu wetten.³² Dieser gezielte Aufbau einer offenen Risikoposition führt zum einen zu einer Erhöhung der Liquidität auf dem Markt und kann zum anderen einen Abbau von einzelwirtschaftlichen Handlungsbeschränkungen bewirken. Das gilt allerdings nur, wenn die Spekulanten die aus der Spekulation gegebenenfalls resultierenden Verluste tragen können, ohne dass dabei negative Effekte für Dritte entstehen.³³

²⁷ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 1994, 44.

²⁸ Vgl. *ibid.*, 44.

²⁹ Vgl. Rudolph/Schäfer, Derivative Finanzmarktinstrumente, 358-360.

³⁰ Vgl. statt vieler Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Oktober 1993, 63; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 1994, 44; Figlewski, Derivatives Risks, Old and New, 1 (besucht am 24. September 2014).

³¹ Vgl. Schmidt, Derivate Finanzinstrumente, 1f, 8f.

³² Vgl. statt vieler Hull, Optionen, Futures und andere Derivate, 32; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Oktober 1993, 63; Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, Rn 86.

³³ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 1994, 44f.

Zusätzlich zu den bereits erläuterten Einsatzmöglichkeiten für Derivate gibt es die Möglichkeit ihres Einsatzes zur Arbitrage.³⁴ Arbitragegeschäfte dienen der Erzielung eines risikolosen Gewinns durch die zeitgleiche Ausführung von Transaktionen auf mindestens zwei Märkten.³⁵ Durch die Inanspruchnahme der Arbitragemöglichkeiten gleichen sich die Kurse an, sodass die Arbitrage zur Aufrechterhaltung des Preisgleichgewichtes zwischen den Märkten und mithin zu deren Funktionsfähigkeit beiträgt.³⁶

IV. Gründe für einen Regulierungsbedarf hinsichtlich der Derivate

Die im vorherigen Abschnitt erläuterte Vielseitigkeit der Einsatzbereiche der derivativen Finanzinstrumente bringt nicht nur Vorteile mit sich, sondern kann auch zu Problemen führen und birgt Risiken in sich.³⁷ Schon in den 1990er Jahren kam es daher zu Bestrebungen, den Handel mit Derivaten gewissen Regelungen zu unterwerfen, um die entstehenden Risiken zu verringern.³⁸

Hinsichtlich der mit dem Handel von Derivaten verbundenen Risiken für die Marktteilnehmer, werden seitens der Literatur verschiedene Risikoarten definiert. Zu finden sind das Marktpreisrisiko, das Bonitäts-, Ausfall-, Erfüllungs-, Kredit- bzw. Kontrahentenrisiko (unterschiedliche Bezeichnungen für das Risiko der Nichterfüllung durch die Gegenpartei), das Liquiditätsrisiko, das Rechtsrisiko, das Betriebsrisiko, das Abwicklungsrisiko und das systemische Risiko.³⁹ Aufgrund des Fokus und des Umfangs dieses Beitrags können nicht alle Risikoarten näher erläutert werden.

Bei dem Marktrisiko handelt es sich um das Risiko, dass sich die Höhe der Marktpreise, aus der Sicht des betroffenen Marktteilnehmers, negativ entwickelt.⁴⁰ Immer mehr in den Fokus der Aufsichtsbehörden, der Politik wie auch der Öffentlichkeit getreten ist das systemische Risiko. Bei systemischen Risiken handelt es sich um Risiken, die dazu in der Lage sind, den gesamten Markt bzw. das gesamte Finanzsystem zu gefährden. Es ist, im Unterschied zu den anderen genannten Risiken, nicht nach der Art des Risikos von eben diesen zu differenzieren, sondern vielmehr wird bei der Definierung eines Risikos als systemisches Risiko einzig auf dessen Gefährdungspotenzial abgestellt.⁴¹

Neben diesen Risiken für die Marktteilnehmer hat der Handel mit Derivaten auch Effekte auf die Finanzmärkte. Dabei sind insbesondere die Auswirkungen der Derivate auf die Kursvolatilitäten und das Kursniveau auf den Kassamärkten zu nen-

³⁴ Vgl. *Hull*, Optionen, Futures und andere Derivate, 32; *Rudolph/Schäfer*, Derivative Finanzmarktinstrumente, 31f.

³⁵ Vgl. *Hull* a.a.O., 38.

³⁶ Vgl. *Rudolph/Schäfer*, Derivative Finanzmarktinstrumente, 32.

³⁷ Vgl. *Figlewski*, Derivatives Risks, Old and New, 1 (1f), (besucht am 24. September 2014).

³⁸ Vgl. *Schmidt*, Derivate Finanzinstrumente, 69; *Figlewski* a.a.O., 1998, 1 (2), (besucht am 24. September 2014).

³⁹ Vgl. *Schmidt* a.a.O., 70f; *Rudolph/Schäfer*, Derivative Finanzmarktinstrumente, 361; *Figlewski* a.a.O., 1 (3f), (besucht am 24. September 2014); *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 (175-179); *Avgouleas*, Regulating Financial Innovation, 1 (12), (besucht am 08. Februar 2015).

⁴⁰ Vgl. *Schmidt* a.a.O., 70.

⁴¹ Vgl. *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 (178).

nen. In der Literatur finden sich divergierende Meinungen darüber, ob Derivate kurzfristige Marktpreisschwankungen verstärken sowie nicht begründbare Marktpreisbewegungen begünstigen. Gemäß *Rudolph/Schäfer* ist es empirisch belegbar, dass die Einführung des Derivatehandels die Volatilität der Kurse der Basistitel verändert hat. Der Handel mit Optionen habe einen günstigen Einfluss auf die Volatilität der Kurse und würde diese stabilisieren, wobei es auch abweichende Meinungen gäbe, nach denen gerade in Krisensituationen der Optionshandel einen destabilisierenden Einfluss auf die Kassamärkte habe.⁴²

Wie sich bereits aus diesen divergierenden Ansichten bezüglich des Einflusses der Derivate auf die Finanzmärkte ergibt, stellt der Derivatehandel, hinsichtlich seiner Nützlichkeit und Gefährlichkeit für die Stabilität der Märkte, ein stark diskutiertes Thema dar.⁴³ Die von Derivaten ausgehenden Gefahren für die Stabilität des Finanzsektors sind der Öffentlichkeit spätestens seit der Insolvenz von Lehman Brothers und der Weltwirtschaftskrise der letzten Jahre bewusst geworden.⁴⁴ Im Rahmen der Analyse der Finanzkrise wurde den Derivaten, insbesondere den Credit Default Swaps (CDS), ein nicht unerheblicher Anteil der Schuld an der Intensität der Krise zugesprochen. Sie seien zwar nicht deren direkter Auslöser gewesen hätten jedoch die Krise verstärkt, da sie den Parteien die Möglichkeit gaben nahezu unbegrenzte Risiken einzugehen.⁴⁵ Dabei besteht das größte Problem mit CDS und auch anderen Derivaten nach Ansicht in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung in den von ihnen ausgehenden systemischen Risiken.⁴⁶ Die mit dem Handel von CDS einhergehende Entstehung systemischer Risiken erläuterten *Partnoy/Skeel* bereits im Jahr 2006.⁴⁷ *Figlewski* erachtete den mit dem Handel von Derivaten einhergehenden Anstieg systemischer Risiken 1997 als noch nicht bestätigt, wies jedoch darauf hin, dass dieser Faktor, aufgrund seiner hohen Relevanz, weiterhin beachtet werden sollte, denn ein Einfluss des Derivatehandels auf die systemischen Risiken „in some unforeseen way either today or in the future“⁴⁸ wäre denkbar. Aufgrund der mit dem Derivatehandel verbundenen Risiken und den Lehren aus der Finanzkrise ist der Bedarf nach neuen Regulierungsvorschriften für diesen Handel erwiesen.

C. Regulierung des Derivatehandels unter Geltung der EMIR

I. Entstehung und zentrale Inhalte der EMIR

In der Praxis des OTC-Handels gab es von je her ein hohes Kontrahentenrisiko, aufgrund einer unzureichenden Besicherung, die ihren Grund wiederum in dem Um-

⁴² Vgl. *Rudolph/Schäfer*, Derivative Finanzmarktinstrumente, 359f.

⁴³ Vgl. *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 (174).

⁴⁴ Vgl. *Lehmann*, RdF 5 (2011), 300; *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145; *Avgouleas*, Regulating Financial Innovation, 1 (16), (besucht am 08. Februar 2015).

⁴⁵ Vgl. *Lehmann* a.a.O., 300; *Avgouleas* a.a.O., 1 (16), (besucht am 08. Februar 2015).

⁴⁶ Vgl. *Lehmann* a.a.O., 300.

⁴⁷ Vgl. *Partnoy/Skeel*, The Promise and Perils of Credit Derivatives, 1019 (1040), (besucht am 08. Februar 2015).

⁴⁸ *Figlewski*, Derivatives Risks, Old and New, 1 (18), (besucht am 24. September 2014).

stand fand, dass die Sicherheitenstellung nicht immer an die Höhe der gegenseitigen Forderungen und Verbindlichkeiten der beteiligten Parteien angepasst wurde. Eine tägliche Anpassung der gestellten Sicherheiten erfolgte vielmehr nur bei den größeren etablierten Häusern. In vielen Fällen erfolgte sie nur wöchentlich, monatlich oder ohne festgeschriebene Frequenz. Ferner nahm die mangelhafte Transparenz des OTC-Handels den Behörden bisher die Möglichkeit das Geschäft eines bestimmten Institutes mit dem Gesamtmarkt für OTC-Derivate in ein Verhältnis zu setzen. Aufgrund der mangelhaften Transparenz war es den Behörden zudem nicht möglich, die Vernetzung der Marktteilnehmer zu beurteilen, um dadurch die Risiken individueller Teilnehmer oder den Aufbau systemischer Risiken analysieren zu können.⁴⁹

Diese zwei Kernprobleme des OTC-Marktes werden von der EMIR adressiert, um das aus der ungenügenden Besicherung folgende Kontrahentenrisiko zu verringern sowie die Transparenz bilateral abgeschlossener Geschäfte zu erhöhen.⁵⁰ Die Reduzierung des Kontrahentenrisikos soll durch die Einführung zentraler Gegenparteien erfolgen, welche die Abwicklung für eine Vielzahl von OTC-Derivaten übernehmen werden. Zur Erhöhung der Transparenz und dadurch frühzeitigen Aufdeckung systemischer Risiken soll eine Meldung der OTC-Geschäfte an Transaktionsregister erfolgen.⁵¹ Durch die Übertragung dieser Funktionen an zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister wird diesen eine wichtige Rolle, im Zusammenhang mit der Sicherung der Stabilität und Effizienz des Finanzsystems, zu Teil.⁵² Eine zentrale Gegenpartei ist ein auf Gewinnerzielung angelegtes Wirtschaftsunternehmen, das sich zwischen die Kontrahenten eines Vertrages stellt und dadurch sowohl eine Käufer- als auch eine Verkäuferposition einnimmt.⁵³

Im Wesentlichen enthält die EMIR drei Regelungskomplexe: Anforderungen an Derivate und OTC-Derivate, Anforderungen an zentrale Gegenparteien sowie Anforderungen an Transaktionsregister.⁵⁴ Der erste Regelungskomplex normiert in Art. 4 EMIR für standardisierte OTC-Derivate die Verpflichtung zur Abwicklung über eine zugelassene und beaufsichtigte zentrale Gegenpartei.⁵⁵ Neben der Abwicklung über zentrale Gegenparteien gehört zum ersten Regelungskomplex die Pflicht, gemäß Art. 9 EMIR, alle Derivate an von der European Securities and Markets Authority (ESMA) zugelassene und beaufsichtigte Transaktionsregister zu melden.⁵⁶ Der zweite Regelungskomplex befasst sich mit der Zulassung zentraler Gegenparteien sowie den von diesen zu erfüllenden organisatorischen und aufsichtsrechtlichen Anforderungen

⁴⁹ Vgl. *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145 (148f).

⁵⁰ Vgl. statt vieler *Schuster/Ruschkowski*, ZBB 2 (2014), 123 (124); *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (16), (besucht am 24. September 2014); *Avgouleas*, Regulating Financial Innovation, 1 (26), (besucht am 08. Februar 2015).

⁵¹ Vgl. statt vieler *Parmentier*, EuZW 2 (2014), 50 (51); *Schuster/Ruschkowski* a.a.O., 123 (124); *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145 (149).

⁵² Vgl. *Ferrarini/Saguato*, Regulating Financial Market Infrastructures, 1 (20), (besucht am 08. Februar 2015).

⁵³ Vgl. *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145 (151).

⁵⁴ Vgl. *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 (183f).

⁵⁵ Vgl. *Schuster/Ruschkowski*, ZBB 2 (2014), 123 (124); *Avgouleas*, Regulating Financial Innovation, 1 (27), (besucht am 08. Februar 2015).

⁵⁶ Vgl. *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 (184); *Schuster/Ruschkowski* a.a.O., 123 (131).

und Wohlverhaltensregeln. Die Zulassung und Beaufsichtigung der Transaktionsregister durch die ESMA sowie die allgemeinen und besonderen Anforderungen, welche durch ein Transaktionsregister erfüllt werden müssen, sind die Inhalte des dritten Regelungskomplexes.⁵⁷ Aufgrund der Fokussierung dieses Beitrags auf die Regulierung des Derivathandels wird der folgende Abschnitt nur auf den ersten Regelungskomplex der EMIR detaillierter eingehen.

Obleich die EMIR in ihren Übergangs- und Schlussbestimmungen nicht zwischen ihrem Inkrafttreten und ihrer zeitlichen Geltung unterscheidet, hängt ihre Implementierung in Teilen von dem Erlass ergänzender Rechtsakte ab. Zunächst hatte die ESMA als frühestmöglichem Zeitpunkt für die Begründung der Clearingpflicht den 16. Oktober 2013 angegeben. Dieser Termin wurde verschoben, da die ESMA noch technische Standards zur Clearingpflicht vorlegen muss.⁵⁸ Hinsichtlich des Zeitpunktes ab welchem die Besicherungspflicht gelten soll, wurde durch ein Positionspapier des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht (BCBS) für Klarheit gesorgt – die Pflicht gilt ab dem 1. Dezember 2015.⁵⁹ Darüber hinaus wurden am 7. November 2013 die ersten Transaktionsregister zugelassen, sodass die Meldepflicht an Transaktionsregister am 12. Februar 2014 begann.⁶⁰

II. Pflicht zum zentralen Clearing und Meldung an Transaktionsregister

1. *Clearing über zentrale Gegenparteien*

Beim Clearing über zentrale Gegenparteien ist zwischen dem persönlichen und dem sachlichen Anwendungsbereich der Pflicht zum Clearing zu unterscheiden.

Der persönliche Anwendungsbereich der Pflicht zum zentralisierten Clearing erfasst sowohl finanzielle als auch nichtfinanzielle Gegenparteien. Die Clearingpflicht für die nichtfinanziellen Gegenparteien gilt allerdings nur, wenn diese die OTC-Derivate aus anderen Gründen als der Absicherung von Risiken handeln und wenn die somit spekulativen Geschäfte einen festgelegten Schwellenwert überschreiten. In die Berechnung des Schwellenwertes sind die der Absicherung dienenden Derivate nicht mit hinein zu rechnen. Die Festlegung des Schwellenwertes erfolgt gemäß Art. 10 EMIR durch die Europäische Kommission.⁶¹ Wird der festgelegte Schwellenwert seitens des Unternehmens wenigstens für eine Kategorie von OTC-Derivaten überschritten, dann ist das gesamte Unternehmen clearingpflichtig. Infolgedessen unterfallen auch Risiko vermindernde Transaktionen der Clearingpflicht.⁶² Finanzielle Gegenparteien sind gemäß Art. 2 Abs. 8 EMIR unter anderem Wertpapierfirmen, Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen und Rückversicherungsunternehmen. Alle nicht in diesem Artikel erfassten Unternehmen werden als nichtfinanzielle Gegenpar-

⁵⁷ Vgl. *Hartenfels* a.a.O., 173 (184).

⁵⁸ Vgl. *ibid.*, 173 (185f).

⁵⁹ Vgl. *ibid.*, 173 (185).

⁶⁰ Vgl. *Schuster/Ruschkowski*, ZBB 2 (2014), 123 (131).

⁶¹ Vgl. statt vieler *Schuster/Ruschkowski* a.a.O., 123 (125f); *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145 (150); *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (18ff), (besucht am 24. September 2014).

⁶² Vgl. *Schuster/Ruschkowski* a.a.O., 123 (126).

teien bezeichnet.⁶³ Gruppeninterne Geschäfte sind, unter bestimmten Bedingungen, von der Pflicht zum zentralen Clearing befreit.⁶⁴

Beim sachlichen Anwendungsbereich der Clearingpflicht geht es darum, ob ein OTC-Derivat zentral gecleart werden kann. Die Festlegung, ob eine Kategorie von OTC-Derivaten clearingfähig ist und somit über zentrale Gegenparteien abgewickelt werden muss, erfolgt durch die Europäische Kommission im Anschluss an ein besonderes Verfahren. Wird für eine bestimmte Kategorie von OTC-Derivaten festgelegt, dass sie clearingfähig und damit clearingpflichtig sind, so wird diese Festlegung in einem von der ESMA geführten öffentlichen Register bekannt gemacht.⁶⁵ Die Festlegung, ob eine Kategorie von OTC-Derivaten clearingfähig ist, hängt vom Grad der Standardisierung der Kontrakte, der Liquidität der betroffenen Derivate und der Verfügbarkeit von Preisen ab.⁶⁶

Auch OTC-Derivate, die der Clearingpflicht der EMIR nicht unterliegen und daher weiterhin bilateral abgewickelt werden, unterliegen neuen Risikomanagementanforderungen nach der EMIR. Sie müssen seitens der beteiligten Parteien angemessen abgesichert und zeitnah bestätigt werden. In Art. 11 EMIR sind die Risikominde- rungstechniken definiert, welche die Parteien zu beachten haben.⁶⁷

2. Meldung an Transaktionsregister

Wie bereits erwähnt gehört zum ersten Regelungskomplex der EMIR die Meldung aller Derivate an Transaktionsregister.⁶⁸ Diese Meldepflicht gilt sowohl für finanzielle als auch für nichtfinanzielle Gegenparteien, die als Unternehmen im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) niedergelassen sind. Unternehmen, deren Niederlassungen in einem Drittstaat liegen, sowie EWR-Niederlassungen dieser Unternehmen, sind von dieser Pflicht nicht betroffen.⁶⁹ Im Unterschied zur Clearing-Pflicht wird von der Meldepflicht jedes Derivat umfasst, dass heißt auch börsengehandelte Derivate sind an ein Transaktionsregister zu melden.⁷⁰ Diese Meldung muss spätestens bis zum Ablauf des nächsten Arbeitstages erfolgen. Einer Meldung an ein Transakti-

⁶³ Vgl *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (18), (besucht am 24. September 2014); *Pankoke*, WM 1 (2014), 4 (5).

⁶⁴ Vgl statt vieler *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 (183); *Schuster/Ruschkowski*, ZBB 2 (2014), 123 (126); *Pankoke* a.a.O., 4 (8).

⁶⁵ Vgl statt vieler *Pankoke* a.a.O., 4 (6); *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145 (150); *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (18f), (besucht am 24. September 2014).

⁶⁶ Vgl statt vieler *Schuster/Ruschkowski*, ZBB 2 (2014), 123 (127); *Ferrarini/Saguato* a.a.O., 1 (19), (besucht am 24. September 2014); *Gstädtner* a.a.O., 145 (150).

⁶⁷ Vgl statt vieler *Pankoke*, WM 1 (2014), 4 (9); *Parmentier*, EuZW 2 (2014), 50 (51); *Heber/Sternberg*, Market Infrastructure Regulation, 1 (13), (besucht am 08. Februar 2015).

⁶⁸ Vgl *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 (184); *Parmentier*, a.a.O., 50 (51).

⁶⁹ Vgl *Schuster/Ruschkowski*, ZBB 2 (2014), 123 (131).

⁷⁰ Vgl *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145 (153); *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (17), (besucht am 24. September 2014); *Pankoke*, WM 1 (2014), 4 (10).

onsregister bedarf der Abschluss, die Änderung sowie die (vorzeitige) Beendigung von Derivaten.⁷¹

Prinzipiell muss jeder an einem Geschäft Beteiligte die Daten melden, das heißt die Gegenparteien des Geschäfts sowie die gegebenenfalls zwischengeschaltete zentrale Gegenpartei. Zur Vermeidung von Doppel- oder Dreifachmeldungen ist es daher sinnvoll abzustimmen, wer die Meldung für alle Beteiligten vornimmt.⁷² Wird die Meldepflicht an Dritte oder an den Vertragspartner delegiert, ist zu beachten, dass bei Nichtbeachtung der Meldepflicht durch den Beauftragten etwaige Sanktionen gegenüber dem ursprünglich von der Meldepflicht Betroffenen wirken.⁷³

Die Transaktionsregister müssen die erhaltenen Transaktionsdaten der Öffentlichkeit zugänglich machen und zwar geordnet nach der folgenden Systematik: Transaktionsvolumen je Derivateklasse, offene Positionen je Derivateklasse sowie Wert je Derivateklasse. Zusätzlich zu dieser Veröffentlichung sind die gesammelten Daten der ESMA, den nationalen Aufsichtsbehörden, den europäischen Zentralbanken sowie dem European Systemic Risk Board (ESRB) zugänglich zu machen, da diese Institutionen die Aufsichtsbehörden zur Überwachung und Sicherstellung der Finanzstabilität in der EU verkörpern.⁷⁴

III. Einfluss der CRD und CRR auf das zentrale Clearing der OTC-Derivate

Die Umsetzung der Vorgaben von Basel III erfolgt in der EU durch die CRD IV und die CRR.⁷⁵ Durch die Einführung der CRD IV und der CRR, die in Deutschland die Solvabilitätsverordnung ablösen, setzt auch das Eigenkapitalrecht Anreize für Kreditinstitute und Wertpapierunternehmen, ihre Geschäfte über zentrale Gegenparteien abwickeln zu lassen, selbst in Fällen, in denen das Geschäft nicht der Clearingpflicht unterliegt.⁷⁶ Grund dafür ist, dass die CRR, verglichen mit den bisherigen Regelungen der Solvabilitätsverordnung, eine grundlegende Veränderung der Eigenkapitalanforderungen normiert. Die bisher geltende Nullgewichtung hatte zur Folge, dass Kreditinstitute sowie Wertpapierunternehmen ihre Adressenausfallrisiken gegenüber zentralen Gegenparteien nicht mit aufsichtsrechtlichem Eigenkapital unterlegen mussten. Von diesem Prinzip wird Abstand genommen, da es aufgrund der Zentralisierung der Abwicklung der OTC-Derivate zu einer Bündelung von Ausfallrisiken bei den zentralen Gegenparteien kommen wird.⁷⁷ OTC-Geschäfte, deren Abwicklung über qualifizierte zentrale Gegenparteien erfolgt, werden privilegiert und sind mit erheblich

⁷¹ Vgl. *Schuster/Ruschkowski*, ZBB 2 (2014), 123 (131); *Ferrarini/Saguato* a.a.O., 1 (16f), (besucht am 24. September 2014).

⁷² Vgl. *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145 (153); *Ferrarini/Saguato* a.a.O., 1 (17), (besucht am 24. September 2014).

⁷³ Vgl. *Schuster/Ruschkowski*, ZBB 2 (2014), 123 (131); *Ferrarini/Saguato* a.a.O., 1 (17), (besucht am 24. September 2014).

⁷⁴ Vgl. *Ferrarini/Saguato* a.a.O., 1 (18), (besucht am 24. September 2014); *Ferrarini/Saguato*, *Regulating Financial Market Infrastructures*, 1 (25f), (besucht am 08. Februar 2015).

⁷⁵ Vgl. *Köhling/Adler*, WM 46 (2012), 2173 (2178).

⁷⁶ Vgl. *Schuster/Ruschkowski*, ZBB 2 (2014), 123 (133); *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145 (154f).

⁷⁷ Vgl. *Schuster/Ruschkowski* a.a.O., 123 (133); *Köhling/Adler*, WM 46 (2012), 2173 (2179).

weniger Eigenkapital zu unterlegen als Geschäfte, die bilateral abgewickelt werden. Dadurch werden die erwähnten Anreize für Kreditinstitute und Wertpapierunternehmen gesetzt.⁷⁸

Für bilateral abgewickelte Geschäfte gelten andere Regelungen, die dazu führen werden, dass die Unternehmen ein höheres Markt- und Kreditrisiko anzusetzen haben, als es bisher der Fall war. Daraus resultierend wird sich der Eigenkapitalbedarf für nicht zentral abgewickelte OCT-Derivate erheblich erhöhen. Der Baseler Bankenausschuss geht von einer Vervierfachung des Eigenkapitalbedarfs für bilateral abgewickelte OCT-Derivate aus.⁷⁹

D. Neuerungen hinsichtlich der Regulierung des Derivatehandels durch MiFID II und MiFIR

I. Grundlegendes zu MiFID II und MiFIR

Die Überarbeitung der im November 2007 in Kraft getretenen MiFID I wurde erstmals 2010 durch die *Resolution of 15 June 2010 on derivatives markets: future policy actions* angedacht, in welcher mit Sorge auf das große Volumen des OTC-Handels geschaut wurde.⁸⁰ Die Europäische Kommission verabschiedete daraufhin im Oktober 2011 einen Vorschlag für die Überarbeitung der MiFID. Ziel dieser Neuerungen sollte ua sein, die Finanzmärkte effizienter, stabiler und transparenter zu machen⁸¹ sowie die Transaktionskosten zu reduzieren.⁸² Der Vorschlag sah vor, statt einem, zwei Regelwerke zu schaffen, indem die bestehende Richtlinie überarbeitet und eine neue Verordnung, die MiFIR, geschaffen wird. Die überarbeitete Richtlinie, MiFID II, befasst sich mit den Zulassungsregeln sowie den Regeln, welche die Handelsplätze im laufenden Betrieb einzuhalten haben, während die MiFIR sich primär mit einem neuen Transparenzregime sowie dem Handel von Derivaten über regulierte Handelsplätze befasst.⁸³ Die EU hat sich für den Erlass einer Verordnung zusätzlich zur Überarbeitung der Richtlinie entschlossen, um die einheitliche Anwendung der Transparenzanforderungen sicherstellen zu können und die Einführung divergierender nationaler Anforderungen zu verhindern, zu denen es gekommen wäre, hätte man die Transparenzanforderungen zum Teil der überarbeiteten Richtlinie gemacht.⁸⁴ Nachdem das

⁷⁸ Vgl. *Schuster/Ruschkowski* a.a.O., 123 (133); *Gstädtner*, RdF 3 (2012), 145 (154f); *Köhling/Adler* a.a.O., 2173 (2179).

⁷⁹ Vgl. *Gstädtner* a.a.O., 145 (155).

⁸⁰ Vgl. *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (26), (besucht am 24. September 2014).

⁸¹ Vgl. statt vieler *Clausen/Engsig Sorensen*, ECFR 3 (2012), 275 (279); *Eckhardt*, MiFID II-Richtlinie, 2012, 1, (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (5), (besucht am 08. Februar 2015).

⁸² Vgl. *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (9), (besucht am 24. September 2014).

⁸³ Vgl. statt vieler *Clausen/Engsig Sorensen*, ECFR 3 (2012), 275 (279f); *European Commission*, Memo 14/305, 1 (14), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015); *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (252f).

⁸⁴ Vgl. statt vieler *Gomber/Nassauer* a.a.O., 250 (252-254); *European Commission* a.a.O., 1 (14), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015); MiFIR, Rn. 5.

Europäische Parlament und der Rat am 14. Januar 2014 zu einer Einigung, hinsichtlich der Überarbeitung der MiFID und dem Erlass der MiFIR, kamen, das Europäische Parlament am 15. April 2014 und der Europäische Rat am 13. Mai 2014 die MiFID II und die MiFIR verabschiedeten, erfolgte am 12. Juni 2014 die Veröffentlichung der MiFID II und der MiFIR im Amtsblatt der EU. Am 2. Juli 2014 sind beide Regelwerke in Kraft getreten.⁸⁵

Bis zur Anwendung der Regelungen wird es allerdings noch dauern, denn die Implementierung des neuen Regulierungswerkes wird einige Zeit in Anspruch nehmen. Für die MiFID II und die MiFIR sind an jeweils über 20 Stellen delegierte Rechtsakte vorgesehen, die von der ESMA und der Kommission ausgestaltet werden müssen. Zusätzlich muss die ESMA technische Regulierungsstandards zu über 100 Anforderungen entwerfen. Mit der Fertigstellung dieser sogenannten Level II Maßnahmen wird im zweiten Quartal 2016 gerechnet, sodass die Richtlinie ab 2017 angewandt werden könnte.⁸⁶

Die MiFID II und die MiFIR haben hinsichtlich der Regulierung des Derivatehandels drei Hauptpunkte⁸⁷: Der Handel mit Derivaten wird, soweit dies möglich ist, auf regulierte Handelsplätze verlegt. Diese Handelspflicht gilt für alle Derivate, die der Clearingpflicht nach der EMIR unterliegen und ausreichend liquide sind. Im Zusammenhang mit der Einführung der Handelspflicht für Derivate wird durch die Richtlinie eine neue Kategorie regulierter Handelsplätze, die Organized Trading Facility (OTF), definiert.⁸⁸ Der zweite Hauptpunkt des neuen Regelwerks ist die Erhöhung der Transparenz im Derivatehandel. Durch das neue Transparenzregime soll die Transparenz der Derivatemärkte insgesamt erhöht, dadurch die Effizienz gesteigert und eine faire Preisbildung ermöglicht werden.⁸⁹ Der dritte Hauptpunkt befasst sich mit dem Handel von Warenderivaten und der Erhöhung der Aufsichtskompetenz der ESMA. Der ESMA wird unter anderem die Möglichkeit gegeben, unter bestimmten Umständen, von jedem Marktteilnehmer Informationen hinsichtlich des Volumens einer Position sowie deren Zweck verlangen zu können.⁹⁰

⁸⁵ Vgl. *Gomber/Nassauer* a.a.O., 250 (251).

⁸⁶ Vgl. *Gomber/Nassauer* a.a.O., 250 (251, 258); *Deloitte* (Hrsg.) *MiFID II and the new trading landscape*, 1 (13) (besucht am 08. Februar 2015).

⁸⁷ Vgl. *European Commission*, Memo 14/15, 1, erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-15_en.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015).

⁸⁸ Vgl. statt vieler *Fergusson/Bauer*, *Performance* 14 (2014), 30 (31), (besucht am 08. Februar 2015); *European Commission*, Statement 14/129, 1, (besucht am 08. Februar 2015); *Parmentier*, *EuZW* 2 (2014), 50 (52).

⁸⁹ Vgl. statt vieler *European Commission*, Memo 14/15, 1 (2), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-15_en.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015); *Eckhardt*, *MiFIR-Verordnung*, 2012, (1) 1f, (besucht am 08. Februar 2015); *Parmentier*, a.a.O., 50 (52).

⁹⁰ Vgl. *European Commission*, Statement 14/129, (1) 2, (besucht am 08. Februar 2015); *Eckhardt* a.a.O., (1) 3, (besucht am 08. Februar 2015).

II. Handel qualifizierter Derivate über organisierte Handelsplätze

1. Organisierte Handelsplätze nach MiFID II

Handelsplätze ermöglichen den Marktteilnehmern den Handel mit Wertpapieren oder Derivaten. In aller Regel erfolgt der Handel über elektronische Plattformen, die von den Handelsplätzen zu diesem Zwecke bereitgestellt werden.⁹¹ Unter der Geltung der MiFID I wurde zwischen drei verschiedenen Arten von organisiertem Handel unterschieden: Zunächst sind die geregelten Märkte zu nennen. Des Weiteren gibt es die Kategorie der Multilateral Trading Facility (MTF). Die dritte Kategorie organisierten Handels mit Derivaten nach der MiFID I sind die systematischen Internalisierer (SI).⁹² Ein MTF ist ein System, in der Regel geführt von einer Investmentgesellschaft, in welchem Handel zwischen unterschiedlichsten Marktteilnehmern auf ermessensfreie Weise stattfindet.⁹³ Bei einem SI handelt es sich in der Regel um eine Investmentfirma, die eigenständig, regelmäßig und organisiert Aufträge ihrer Kunden auf bilateraler Basis, außerhalb der geregelten Märkte und abseits von MTFs, ausführt.⁹⁴ Personen, die einen Zugang zu geregelten Märkten oder MTFs haben, werden als Mitglieder oder wahlweise Teilnehmer bezeichnet.⁹⁵ Obwohl die MiFID I unterschiedliche Arten organisierten Handels definiert und regulatorisch erfasst, hat der OTC-Handel noch immer einen nicht zu unterschätzenden Anteil am Gesamthandel.⁹⁶

Nachdem unter der Geltung der MiFID I die Definitionen von geregelten Märkten und MTFs ohnehin schon sehr ähnlich waren, da sie dieselben Funktionen am Markt ausüben⁹⁷, wurden durch die Überarbeitung der Richtlinie auch noch die rechtlichen Bedingungen für geregelte Märkte und MTFs weitgehend aneinander angepasst. Ferner soll die Kategorie der SI an sich erhalten bleiben, allerdings wird eine klarere Unterscheidung zwischen Handel über SI und purem OTC-Handel angestrebt, sodass die Zuordnung zu einer der beiden Handelskategorien eindeutig erfolgen kann.⁹⁸ Der durch die MiFID I definierte Katalog organisierten Handels wird zudem durch die MiFID II um einen weiteren multilateralen Handelsplatz erweitert. Dabei handelt es sich um die sogenannte Organized Trading Facility (OTF).⁹⁹ Ziel der Einführung dieser Handelsplatzkategorie ist es, den organisierten Handel, der nicht an geregelten Märkten oder MTFs stattfindet, regulatorisch zu erfassen. Ausge-

⁹¹ Vgl *Ferrarini/Saguato*, *Regulating Financial Market Infrastructures*, 1 (8), (besucht am 08. Februar 2015).

⁹² Vgl *Clausen/Engsig Sorensen*, *ECFR* 3 (2012), 275 (282); *Gomber/Nassauer*, *ZBB* 2014, 250 (251).

⁹³ Vgl *Ferrarini/Saguato*, *Regulating Financial Market Infrastructures*, 1 (10), (besucht am 08. Februar 2015).

⁹⁴ Vgl *statt vieler Heber/Sternberg*, *Market Infrastructure Regulation*, 1 (3), (besucht am 08. Februar 2015); *Ferrarini/Moloney*, *EBOR* 13 (2012), 557 (570); *MiFIR*, Rn. 19.

⁹⁵ Vgl *MiFID II*, Rn. 16.

⁹⁶ Vgl *Clausen/Engsig Sorensen*, *ECFR* 3 (2012), 275 (283).

⁹⁷ Vgl *Clausen/Engsig Sorensen a.a.O.*, 275 (283).

⁹⁸ Vgl *Ferrarini/Saguato*, *From EMIR to MiFIR*, 2013, 1 (34), (besucht am 24. September 2014); *Ferrarini/Moloney*, *EBOR* 13 (2012), 557 (586).

⁹⁹ Vgl *statt vieler Parmentier*, *EuZW* 2 (2014), 50 (52); *Fergusson/Bauer*, *Performance* 14 (2014), 30 (31), (besucht am 08. Februar 2015); *Valiante*, *ECMI Research Report* 8 (2012), 1, (besucht am 08. Februar 2015).

nommen davon sind nur der pure OTC sowie der über SI bilateral stattfindende Handel mit Derivaten.¹⁰⁰ *Ferrarini* und *Saguato* definieren ein OTF, in Anlehnung an den finalen Vorschlag zur MiFIR, folgendermaßen: „An OTF is defined as a multilateral system or facility which is not regulated as an RM or MTF, which is operated by an investment firm or market operator, and in which multiple third party buying and selling interests in financial instruments are able to interact in a way which results in a contract.“¹⁰¹

Zur Sicherstellung der Neutralität der OTFs und um Interessenkonflikten entgegenzuwirken, ist es ihnen – wie auch geregelten Märkten und MTFs – verboten, ihr eigenes Firmenskapital zum Handel zu nutzen.¹⁰² Die regulatorischen Vorgaben hinsichtlich der angemessenen Leitung des Handelsplatzes sind für die drei Handelsplatzkategorien ebenfalls nahezu identisch.¹⁰³ Verglichen mit der bisherigen Regulierung nach der MiFID I ist die Regulierung nach der MiFID II sowohl für MTFs als auch für die neu eingeführten OTFs primär darauf ausgelegt, die Effizienz des Finanzmarktes zu unterstützen. Sowohl MTFs als auch OTFs müssen zunächst als Handelsplätze zugelassen werden und zu diesem Zwecke verschiedene Vorgaben erfüllen und Unterlagen beibringen. Die an diese Handelsplätze gestellten Anforderungen sind mit den organisatorischen Vorgaben für geregelte Märkte nahezu identisch. Überdies obliegt den MTFs und OTFs eine weitere Funktion, die traditionell nur Börsen obliegt. Dabei handelt es sich um die Überwachung der Einhaltung der Regeln des Marktes und die Meldung von Verstößen gegen diese.¹⁰⁴

Es gibt jedoch ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal zwischen geregelten Märkten und MTFs auf der einen und OTFs auf der anderen Seite. Geregelte Märkte und MTFs unterliegen nichtdiskretionären Vorschriften hinsichtlich der Ausführung von Geschäften, das heißt sie haben keine Ermessensspielräume bei der Ausübung einer Handelsorder. Im Unterschied dazu haben die Betreiber von OTFs Ermessensspielräume bei der Auftragsausführung. Die Pflicht zur bestmöglichen Ausführung müssen aber auch sie beachten.¹⁰⁵ Der Betreiber eines OTFs muss gegenüber den Nutzern des Handelsplatzes darlegen, in welcher Weise er sein Ermessen ausübt.¹⁰⁶ Der Grund für diese Unterscheidung zwischen den bereits unter MiFID I definierten multilateralen Handelsplätzen und den OTFs liegt, laut *Ferrarini*, *Saguato* und *Moloney*, im Ursprung des OTF Systems im bilateralen Handelsbereich, in welchem diese Freiheiten

¹⁰⁰ Vgl statt vieler *Clausen/Engsig Sorensen*, ECFR 3 (2012), 275 (284); *Ferrarini/Moloney*, EBOR 13 (2012), 557 (586); *Der Betrieb* (Hrsg.), DB 17 (2014), 13.

¹⁰¹ *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (36), (besucht am 24. September 2014); zum Vergleich siehe auch: *Heber/Sternberg*, Market Infrastructure Regulation, 1 (3), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁰² Vgl statt vieler *O'Malley*, TCLR 17 (2014), 94 (114); *Avgouleas*, Regulating Financial Innovation, 1 (28), (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (5, 9), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁰³ Vgl *Eckhardt*, MiFID II-Richtlinie, 2012, 1 (2), (besucht am 08. Februar 2015); *Clausen/Engsig Sorensen*, ECFR 3 (2012), 275 (289f); *Ferrarini/Moloney*, EBOR 13 (2012), 557 (586).

¹⁰⁴ Vgl *Clausen/Engsig Sorensen* a.a.O., 275 (290f).

¹⁰⁵ Vgl statt vieler *European Commission*, Statement 14/129, 1, (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (5, 9), (besucht am 08. Februar 2015); *Eckhardt*, MiFID II-Richtlinie, 2012, 1 (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁰⁶ Vgl *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (253); MiFIR, Rn. 9.

gegeben sind.¹⁰⁷ Es gibt einen weiteren bedeutenden Unterschied zwischen geregelten Märkten und MTFs auf der einen und OTFs auf der anderen Seite. Für OTFs gelten weniger Regelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten als für die anderen beiden Handelsplatzkategorien. Es gelten lediglich Regelungen bezüglich der Interessenkonflikte zwischen dem OTF und seinen Kunden, wohingegen MTFs und geregelte Märkte in diesem Bereich erheblich komplexeren Regelungen unterliegen.¹⁰⁸ Ferner dürfen an OTFs, im Unterschied zu geregelten Märkten und MTFs, keine Aktien gehandelt werden.¹⁰⁹

2. Handel qualifizierter Derivate auf organisierten Handelsplätzen

Die MiFIR setzt eine der Kernbestimmungen des G20-Gipfels in Pittsburgh 2009 um, in dem sie normiert, dass alle Derivate, die ausreichende standardisiert sind, über organisierte Handelsplätze zu handeln sind. Solche sind, gemäß der MiFID II geregelte Märkte, MTFs sowie OTFs und bei Erfüllung bestimmter Voraussetzungen Drittlandhandelsplätze. Von dieser Vorgabe ausgenommen sind gruppeninterne Geschäfte.¹¹⁰ Durch den Übergang des Handels qualifizierter Derivate auf organisierte Handelsplätze soll die Effizienz der Derivatemärkte und die Finanzstabilität erhöht werden.¹¹¹ Aufgrund der niedrigeren Liquidität mancher OTC-Derivate bedarf es einer ausreichenden Auswahl an Handelsplätzen, sodass für jede Kategorie von Derivaten ein adäquater Handelsplatz gefunden und dadurch der Handel im Einklang mit den Vorgaben des G20-Gipfels erfolgen kann.¹¹² Die angemessene Regulierung dieser Handelsplätze ist dabei sicherzustellen.¹¹³

Der ESMA werden durch die MiFIR umfassende Kompetenzen verliehen, da es dieser obliegt, Entwürfe für technische Standards anzufertigen, die definieren, welche der im Sinne der EMIR clearingfähigen Derivate über organisierte Handelsplätze zu handeln sind. Ferner soll sie in diesen Entwürfen präzisieren, ab welchem Zeitpunkt die jeweilige Handelspflicht einsetzen sollte.¹¹⁴ Ihren Entscheidungen bezüglich einer etwaigen Handelspflicht soll die ESMA die Liquidität der jeweiligen Derivate, gemes-

¹⁰⁷ Vgl. *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (35), (besucht am 24. September 2014); *Ferrarini/Moloney*, EBOR 13 (2012), 557 (586).

¹⁰⁸ Vgl. *Clausen/Engsig Sorensen*, ECFR 3 (2012), 275 (292); *Eckhardt*, MiFID II-Richtlinie, 2012, 1 (2), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁰⁹ Vgl. *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (5), (besucht am 08. Februar 2015); *Fergusson/Bauer*, Performance (14) 2014, 30 (31), (besucht am 08. Februar 2015); *Parmen-tier*, EuZW 2 (2014), 50 (52).

¹¹⁰ Vgl. statt vieler *Avgouleas*, Regulating Financial Innovation, 1 (26f), (besucht am 08. Februar 2015); *European Commission*, Memo 14/15, 1 (2), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-15_en.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015); *Köhling/Adler*, WM 46 (2012), 2173 (2178).

¹¹¹ Vgl. *Ferrarini/Saguato*, Regulating Financial Market Infrastructures, 1 (17), (besucht am 08. Februar 2015); *Der Betrieb* (Hrsg.), DB 17 (2014), 13.

¹¹² Vgl. MiFIR, Rn. 26.

¹¹³ Vgl. *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (253).

¹¹⁴ Vgl. *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (40), (besucht am 24. September 2014); *Gomber/Nassauer* a.a.O., 250 (255).

sen anhand verschiedener Kriterien, zu Grunde legen.¹¹⁵ Diese (Liquiditäts-)Kriterien sind zum einen die Merkmale der Geschäftstätigkeit, das heißt die Häufigkeit und die Größe der abgeschlossenen Kontrakte, und zum anderen die Gegebenheiten des Marktes, das heißt die Anzahl der Marktteilnehmer, die aktiv mit den jeweiligen Derivaten handeln sowie die Art dieser Marktteilnehmer.¹¹⁶ Die ESMA kann sich auch dafür aussprechen, dass eine Kategorie von Derivaten nur eingeschränkt liquide ist, das heißt die Derivatekategorie ist nur bei Geschäften unterhalb eines gewissen Umfangs ausreichend liquide. Geschäfte in diesen Derivaten oberhalb dieser Grenze müssen dann nicht über organisierte Handelsplätze im Sinne des Art. 28 Abs. 1 MiFIR gehandelt werden.¹¹⁷

Die Verfahren zur Ermittlung, für welche Kategorien von Derivaten die Handelspflicht nach der MiFIR gelten sollte, werden von der ESMA eigeninitiativ begonnen. Die ESMA teilt der Kommission mit, für welche Kategorien von Derivaten die Handelspflicht Geltung haben sollte. Anschließend kann die Kommission eine Ausschreibung zur Vorlage von Vorschlägen für den Handel mit diesen Derivaten auf organisierten Handelsplätzen veröffentlichen.¹¹⁸

Für die Übermittlung der Entwürfe an die Kommission gibt es keine auf einen gewissen Tag definierte Frist, wie es sonst in der MiFIR üblich ist. Stattdessen hat die Übermittlung dieser Entwürfe sechs Monate, nachdem die technischen Regulierungsstandards im Sinne des Art. 5 Abs. 2 der EMIR durch die Kommission angenommen wurden, zu erfolgen.¹¹⁹ Daraus ergibt sich eine faktische Abhängigkeit der Handelspflicht nach der MiFIR von der Clearingpflicht nach der EMIR.

Seitens der ESMA wird ein Verzeichnis geführt, in welchem alle Derivate aufgelistet sind, die der Handelspflicht unterliegen, an welchen Handelsplätzen die jeweiligen Derivate zum Handel zugelassen sind und ab welchem Zeitpunkt die für sie geltende Handelspflicht Geltung hat.¹²⁰

Damit die festgelegte Handelspflicht wirksam wird, muss die Kategorie von Derivaten an einem organisierten Handelsplatz im Sinne des Art. 28 Abs. 1 MiFIR gehandelt werden oder dort zum Handel zugelassen sein. Darüber hinaus muss ein ausreichendes Kaufs- und Verkaufsinteresse Dritter vorhanden sein, sodass sie als ausreichend liquide angesehen und alleine auf organisierten Handelsplätzen gehandelt wird.¹²¹ Wann diese Voraussetzungen erfüllt sind, ist erneut durch technische Regulierungsstandards festzulegen, welche durch die ESMA bis zum 3. Juli 2015 zu entwerfen sind. Der Erlass dieser Standards erfolgt im Anschluss durch die Kommission.¹²²

¹¹⁵ Vgl. *European Commission*, Memo 14/305, 1 (5), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015); *Köhling/Adler*, WM 46 (2012), 2173 (2178).

¹¹⁶ Vgl. *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (40), (besucht am 24. September 2014); MiFIR, Rn. 25.

¹¹⁷ Vgl. MiFIR Art. 32 Abs 3.

¹¹⁸ Vgl. MiFIR Art. 32 Abs 4.

¹¹⁹ Vgl. MiFIR Art. 32 Abs 1.

¹²⁰ Vgl. MiFIR Art. 34.

¹²¹ Vgl. MiFIR Art. 32 Abs 2.

¹²² Vgl. MiFIR Art. 32 Abs 6.

Sollten sich die für die Wirksamkeit der Handelspflicht relevanten Kriterien im Sinne des Art. 32 Abs. 3 MiFIR ändern, so ist die ESMA befugt, Entwürfe für neue technische Regulierungsstandards zu erlassen. Diese definieren, ob eine Derivatekategorie der Handelspflicht unterliegt und ändern, widerrufen oder setzen die älteren Standards aus. Der Erlass der neuen Standards obliegt erneut der Kommission.¹²³

Gemäß den Vorgaben der EMIR sind alle OTC-Derivate, die als clearingfähig definiert worden sind, über zentrale Gegenparteien abzuwickeln. Eine gleichartige Vorgabe gab es bisher für über geregelte Märkte gehandelte Derivate nicht. Durch die MiFIR wird die von der EMIR begründete Clearingpflicht auch auf solche Derivate erweitert und die ansonsten entstehende rechtliche Lücke, welche zu einer Ungleichbehandlung von OTC- und börsengehandelten Derivaten führen würde, geschlossen.¹²⁴ Es obliegt nunmehr den Betreibern der geregelten Märkte sicherzustellen, dass alle über sie gehandelten Derivate über eine zentrale Gegenpartei abgewickelt werden.¹²⁵ Ferner haben die Handelsplätze wirksame Systeme, Verfahren aufzusetzen und Vorkehrungen zu treffen, welche gewährleisten, dass alle Geschäfte mit Derivaten, für die nach der MiFIR oder der EMIR eine Clearingverpflichtung besteht, so schnell wie technisch möglich, zur Abwicklung über zentrale Gegenparteien eingereicht und angenommen werden.¹²⁶ Der ESMA wurde in diesem Zusammenhang aufgetragen, bis zum 3. Juli 2015, technische Regulierungsstandards zu entwerfen, welche die Mindestanforderungen an die genannten Systeme, Verfahren und Vorkehrungen definieren. Der schlussendliche Erlass dieser Regulierungsstandards obliegt der Kommission.¹²⁷

3. Wertung der Einführung der OTFs und Auswirkungen des Handels qualifizierter Derivate auf organisierten Handelsplätzen

Die Einführung der OTFs als neue Kategorie organisierter Handelsplätze sowie die Pflicht zum Handel qualifizierter Derivate auf organisierten Handelsplätzen stellen zwei der wichtigsten Änderungen des neuen Regulierungspaketes dar.¹²⁸

Die Einführung der Kategorie der OTF ist in der Literatur sehr umstritten. Die International Swaps and Derivatives Association (ISDA) sowie *Gomber* und *Nassauer* bewerten sie, insbesondere im Hinblick auf die den OTFs zustehenden Ermessensspielräume, positiv.¹²⁹ *Gomber* und *Nassauer* erachten die Einführung der Kategorie der OTF ebenfalls im Hinblick auf den Übergang des Handels standardisierter OTC-Derivate auf organisierte Handelsplätze für sinnvoll.¹³⁰ Von *Eckhardt* wird befürwortet,

¹²³ Vgl MiFIR Art. 32 Abs 5.

¹²⁴ Vgl *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (256); *Köhling/Adler*, WM 46 (2012), 2173 (2178); *Der Betrieb* (Hrsg.), DB 17 (2014), 13.

¹²⁵ Vgl *Gomber/Nassauer* a.a.O., 250 (256); MiFIR Art. 29 Abs 1.

¹²⁶ Vgl *Gomber/Nassauer* a.a.O., 250 (256); MiFIR Art. 29 Abs 2.

¹²⁷ Vgl MiFIR Art. 29 Abs 3.

¹²⁸ Vgl *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (258).

¹²⁹ Vgl *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (47), (besucht am 24. September 2014); *Gomber/Nassauer* a.a.O., 250 (259).

¹³⁰ Vgl *Gomber/Nassauer* a.a.O., 250 (259).

dass nun diejenigen bisher nicht regulierten, außerbörslich agierenden Handelsplattformen, die der Definition der OTF unterfallen, reguliert werden. Bisher hätten diese Plattformen einen einseitigen Wettbewerbsvorteil gehabt, indem sie von den Informationen profitierten, die ihnen die geregelten Märkte und MTFs liefern, selbst aber zum Preisfindungsmechanismus nur eingeschränkt beigetragen. Darüber hinaus ist *Eckhardt* der Meinung, dass sich der Handel gegebenenfalls weiter auf solche außerbörslich agierenden Plattformen verlagert hätte, wenn es nicht zur Definition der OTF gekommen wäre. Dies hätte die Preisbildung auf den geregelten Märkten beeinträchtigt.¹³¹

Mit Blick auf die Auswirkungen der Einführung der MiFID I auf den Aktienmärkten besteht, gemäß der Einschätzung von *Deloitte* durch die Einführung der Kategorie der OTF, die Gefahr, dass es zu einer Fragmentierung des Marktes kommt. Es könne zumindest davon ausgegangen werden, dass die Einführung der OTF als organisierter Handelsplatz zu mehr Wettbewerb unter den Handelsplätzen führen wird. Denn die OTFs werden mit den geregelten Märkten und den MTFs um den Handel der - nun der Handelspflicht unterliegenden - Derivate kämpfen.¹³² Die Einführung der OTF könnte nach Ansicht von *Gomber* und *Nassauer* dazu führen, dass MTFs in Zukunft eine weniger wichtige Rolle spielen, da OTFs eine größere Flexibilität bieten und einer geringeren Regulierung unterliegen als geregelte Märkte und MTFs. Infolgedessen könnten OTFs für die Betreiber, die einen Handelsplatz für den Handel mit Derivaten und anderen Nichteigenkapitalinstrumenten betreiben wollen, attraktiver sein.¹³³

Neben den positiven Bewertungen der Einführung dieser neuen Handelsplatzkategorie, finden sich in der Literatur teils sehr kritische Stimmen. *Valiante* hält die Einführung der Kategorie der OTF insgesamt nicht für sinnvoll und befürchtet sie würde nur zu mehr Verwirrung führen.¹³⁴ Obgleich *Ferrarini* und *Saguato* die Einführung der OTF nicht gleichermaßen kritisch sehen, sind auch sie der Meinung, dass die Definition der OTF ein Durcheinander aus organisiertem Handelsplatz, multilateralem und bilateralem Handel darstellt. Zeigen würde sich das insbesondere darin, dass OTFs wie organisierte Handelsplätze behandelt werden und den gleichen organisatorischen Anforderungen unterliegen wie geregelte Märkte und MTFs, die MiFID II ihre Betreiber jedoch gleichzeitig wie Investmentfirmen behandelt. Dadurch schafft die MiFID II ihrer Ansicht nach eine hybride Form des organisierten Handels.¹³⁵ Gemäß *Valiante* erfasst die OTF Definition darüber hinaus nur Teile des derzeit stattfindenden organisierten bilateralen Handels, da beispielsweise der Handel gegen eigenes Firmenkapital ausgeschlossen wird. Die neue MiFID II erfasse also nicht sämtlichen bilateralen Handel, sondern schaffe eine neue Kategorie von Handelsplätzen, die zwar als Auffangdefinition möglichst viele Facetten des OTC-Handels erfassen soll aber nur auf eine Form des bilateralen Handels - den Handel unter Einsatz von Ermessen -

¹³¹ Vgl. *Eckhardt*, MiFID II-Richtlinie, 2012, 1 (4), (besucht am 08. Februar 2015).

¹³² Vgl. *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (5f), (besucht am 08. Februar 2015).

¹³³ Vgl. *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (259).

¹³⁴ Vgl. *Valiante*, ECMI Research Report 8 (2012), 1 (8), (besucht am 08. Februar 2015).

¹³⁵ Vgl. *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (45f), (besucht am 24. September 2014).

beschränkt sei.¹³⁶ Wie zuvor erläutert, dürfen OTFs ihr eigenes Firmenkapital nicht zum Handel nutzen, um ihre Neutralität sicherzustellen. Das könnte jedoch zu einem Nachteil für die Betreiber von OTFs verglichen mit SI werden, da dadurch die Liquidität und Stabilität der OTF verringert werden könnte und die Marktteilnehmer deshalb gegebenenfalls die SI bevorzugen.¹³⁷

Investmentbanken müssen sich nun entscheiden, wie sie unter Geltung der Handelspflicht zukünftig operieren möchten. Nach Ansicht von *Deloitte* stellt das OTF für Investmentbanken keine attraktive Alternative unter den verschiedenen organisierten Handelsplätzen dar, da OTFs nicht die Möglichkeit bieten, das eigene Firmenkapital einsetzen zu können. Darüber hinaus wäre es der Investmentbank nicht möglich ein OTF zu betreiben und nebenher als SI zu agieren. Insofern eine Investmentbank auch Aktien handelt, kommt ein OTF ohnehin nicht infrage. Sie muss, falls sie die SI Definition erfüllt, abwägen, ob sie als SI agieren will oder ob sie sich als MTF autorisieren möchte.¹³⁸ Da OTFs nicht gegen ihr eigenes Kapital handeln dürfen und auch nicht von dem gleichen Unternehmen betrieben werden dürfen, welches als SI am Markt tätig ist, haben OTFs nach der Meinung von *Valiante* nur ein kleines Handlungsspektrum.¹³⁹ Auch *O'Malley* ist der Ansicht, dass sich die OTFs auf dem Markt nicht durchsetzen werden. Der Grund dafür sei, dass sie im Unterschied zu MTFs, welche über die ausreichende Liquidität und genügend Kunden verfügen, um den Handel auf ermessensfreie Art und Weise auszuführen, nur Handelsplätze für früheren OTC-Handel darstellen, die der Regulierung unterfallen.¹⁴⁰ *Ferrarini* und *Saguato* halten es für schwer vorzusagen, ob OTFs Anklang bei den Händlern finden werden, oder ob sich diese direkt an geregelte Märkte oder MTFs wenden.¹⁴¹

Derzeit ist es nicht möglich zu bestimmen, wie viele Derivate zukünftig über organisierte Handelsplätze gehandelt werden, da dieses von ihrer Einstufung durch die ESMA abhängt. Des Weiteren ist es noch nicht exakt bezifferbar, wie viele Derivate zukünftig zentral abgewickelt werden. Es ist davon auszugehen, dass zukünftig etwa 70% der OTC-Derivate über zentrale Gegenparteien abgewickelt werden.¹⁴² Der OTC-Handel wird stark zurückgehen und es werden nur noch diejenigen Derivate OTC gehandelt, die illiquide und individuell verhandelt sind.¹⁴³ Folglich wird der Handel über organisierte Handelsplätze einen erheblichen Zuwachs verzeichnen.¹⁴⁴

Eckhardt, welcher der Einführung der OTF als Kategorie von Handelsplätzen grundsätzlich positiv gegenüber steht, hält hingegen die Pflicht zum Handel qualifizierter Derivate über organisierte Handelsplätze für verfehlt. Dadurch werde die Freiheit der am Handel Beteiligten, hinsichtlich der Wahl des für sie optimalen Han-

¹³⁶ Vgl *Valiante*, ECMI Research Report 8 (2012), 1 (7f), (besucht am 08. Februar 2015).

¹³⁷ Vgl *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (45), (besucht am 24. September 2014).

¹³⁸ Vgl *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (10), (besucht am 08. Februar 2015).

¹³⁹ Vgl *Valiante*, ECMI Research Report 8 (2012), 1 (8), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁴⁰ Vgl *O'Malley*, TCLR 17 (2014), 94 (115).

¹⁴¹ Vgl *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (56), (besucht am 24. September 2014).

¹⁴² Vgl *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (5), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁴³ Vgl *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (52), (besucht am 24. September 2014).

¹⁴⁴ Vgl *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (259).

delsortes und Handelspartners, eingeschränkt und zudem würden die Handelsplätze ungerechtfertigter Weise bevorteilt. Überdies könnte nach Meinung von *Eckhardt* der durch die MiFID I angestoßene Wettbewerb zwischen den verschiedenen Handelsplätzen durch die Regelung wieder eingeschränkt werden.¹⁴⁵

Durch die Einführung der Handelspflicht für clearingfähige und ausreichend liquide Derivate soll die Gefahr, dass die Liquidität auf den zugrunde liegenden Märkten stark zurückgeht, wie es während der Finanzkrise der Fall war, verringert werden. Es wäre allerdings verfehlt davon auszugehen, dass der Handel über organisierte Handelsplätze automatisch zu einer Erhöhung der Liquidität führt. Das Verbot, eigenes Firmenskapital zur Ausführung des Handels einzusetzen, welches nicht nur für geregelte Märkte und MTFs, sondern auch für OTFs gilt, zerstört darüber hinaus eine potentielle Quelle erhöhter Liquidität.¹⁴⁶

Hinsichtlich der Einführung der OTF als neuer Kategorie von Handelsplätzen für den Handel mit Derivaten, gibt es in der Literatur stark divergierende Ansichten. Es gibt Literaturmeinungen, welche die Einführung der OTFs befürworten und ihnen gute Chancen auf dem Markt vorhersagen, bis hin zu der Ansicht, dass die Bedeutung der MTFs für den Derivatehandel gemindert werde. Aber es gibt auch Meinungen in der Literatur, welche die Einführung der OTFs für verfehlt halten und ihr Versagen auf dem Markt prognostizieren. Der Übergang des Handels auf organisierte Handelsplätze wird weitgehend positiv eingeschätzt und zudem wird damit gerechnet, dass es durch die Einführung der Handelspflicht zu einem erheblichen Abwandern des Handels aus dem OTC-Bereich hin zu den organisierten Handelsplätzen kommen wird. Die von *Eckhardt* diesbezüglich vertretene Ansicht stellt eine Einzelmeinung dar, die der Vollständigkeit halber erläutert wurde, der jedoch an dieser Stelle nicht zu viel Bedeutung zugesprochen werden sollte. Insgesamt ist der Übergang des Handels auf organisierte Handelsplätze positiv zu werten und im Hinblick auf die Absprachen der G20 überdies geboten.

III. Implementierung eines neuen Transparenzregimes für den Derivatehandel

1. Grundlegendes zum neuen Transparenzregime für den Derivatehandel

Wie bereits mehrfach angesprochen zeigte die Finanzkrise Defizite im Bereich der Transparenz der Finanzmärkte. Daher ist die Erhöhung der Transparenz einer der Eckpfeiler der Reform der Regulierung des Derivatehandels.¹⁴⁷ Unter der Geltung der MiFID I wurde bisher nur ein Transparenzregime für den Handel mit Aktien normiert.¹⁴⁸ Gemäß der Begründung der MiFIR sollte jedoch ein Transparenzregime mit

¹⁴⁵ Vgl. *Eckhardt*, MiFIR-Verordnung, 2012, 1 (4), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁴⁶ Vgl. *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (7), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁴⁷ Vgl. MiFIR, Rn. 1; *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (254).

¹⁴⁸ Vgl. statt vieler *Eckhardt*, MiFIR-Verordnung, 2012, 1, (besucht am 08. Februar 2015); *European Commission*, Memo 14/305, 1 (8), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015); *Clausen/Engsig Sorensen*, ECFR 3 (2012), 275 (294).

Anforderungen für alle Arten von Handelsplätzen und alle dort gehandelten Finanzinstrumente gelten.¹⁴⁹ Durch die MiFIR kommt es nun zur Einführung eines Transparenzregimes für den Handel mit Derivaten, dessen Vor- und Nachhandelstransparenzanforderungen für alle Derivate gelten, die über organisierte Handelsplätze im Sinne des Art. 28 Abs. 1 MiFIR gehandelt werden.¹⁵⁰ Durch Vorhandelstransparenz bekommen Investoren sowie Händler Informationen über aktuelle Käufe sowie über Kurse und wissen somit bereits vor dem Handel mit welchen Preisen sie zu rechnen haben. Zusätzlich ermöglicht die Vorhandelstransparenz die bessere Wahl zwischen verschiedenen Handelsplätzen¹⁵¹ und fördert folglich den Wettbewerb zwischen diesen. Die Nachhandelstransparenz informiert die Investoren und Händler über die tatsächlich gezahlten Preise, fördert die Durchsetzung der Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung der Order und ermöglicht es dem Investor zu vergleichen, ob er am Markt einen besseren Preis hätte bekommen können.¹⁵² Die durch die neuen Regelungen erhöhte Transparenz erleichtert die Bewertung der Finanzprodukte und fördert die Effizienz der Kursbildung.¹⁵³ Lediglich Derivate, die aufgrund ihrer Illiquidität und Nichtstandardisierung nach wie vor OTC gehandelt werden, unterliegen dem neuen Transparenzregime nicht. Allerdings gibt es auch für Derivate, die bilateral über SI gehandelt werden, unter der Geltung der MiFIR, Transparenzvorschriften¹⁵⁴, auf die am Ende dieses Abschnittes noch kurz eingegangen wird.

Für die verschiedenen Arten organisierter Handelsplätze gelten die gleichen Vor- und Nachhandelstransparenzanforderungen.¹⁵⁵ Deshalb kann davon ausgegangen werden, dass das neue Transparenzregime den fairen Wettbewerb zwischen den verschiedenen organisierten Handelsplätzen fördern wird.¹⁵⁶

Die organisierten Handelsplätze dürfen die zu veröffentlichen Daten nicht gegen ein Entgelt bereitstellen, sondern müssen die Informationen kostenlos zugänglich machen. Lediglich innerhalb der ersten 15 Minuten nach der Transaktion dürfen die Betreiber für die Bereitstellung der Informationen ein Entgelt verlangen. Die Konditionen dieser Entgelte werden durch die Kommission in delegierten Rechtsakten festgelegt.¹⁵⁷

¹⁴⁹ Vgl MiFIR, Rn. 10.

¹⁵⁰ Vgl statt vieler *Eckhardt*, MiFIR-Verordnung, 2012, 1 (1, 2), (besucht am 08. Februar 2015); *Ferguson/Bauer*, Performance 14 (2014), 30 (31), (besucht am 08. Februar 2015); *Der Betrieb* (Hrsg.), DB 17 (2014), 13.

¹⁵¹ Vgl *Clausen/Engsig Sorensen*, ECFR 3 (2012), 275 (293); *Der Betrieb* (Hrsg.) a.a.O., 13.

¹⁵² Vgl *Clausen/Engsig Sorensen* a.a.O., 275 (293).

¹⁵³ Vgl *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (38), (besucht am 24. September 2014); MiFIR, Rn. 15.

¹⁵⁴ Vgl *Ferrarini/Saguato* a.a.O., 1 (38-40) (besucht am 24. September 2014).

¹⁵⁵ Vgl *Clausen/Engsig Sorensen*, ECFR 3 (2012), 275 (295); MiFIR, Rn. 16.

¹⁵⁶ Vgl *Clausen/Engsig Sorensen* a.a.O., 275 (296).

¹⁵⁷ Vgl *Eckhardt*, MiFIR-Verordnung, 2012, 1 (2), (besucht am 08. Februar 2015); MiFIR Art. 13.

2. Vorhandelstransparenzanforderungen

Für Derivate, die über einen organisierten Handelsplatz gehandelt werden, gelten die in der MiFIR normierten Vorhandelstransparenzanforderungen. Die Betreiber eines organisierten Handelsplatzes haben, unter anderem die aktuellen Geld- und Briefkurse der an diesem Handelsplatz gehandelten Derivate, sowie die Tiefe der Handelspositionen zu diesen Kursen, zu veröffentlichen.¹⁵⁸ Die Veröffentlichung der Daten muss während der üblichen Handelszeiten auf kontinuierlicher Basis erfolgen. Die Vorhandelstransparenzanforderungen gelten nicht für Geschäfte nichtfinanzieller Gegenparteien in Derivaten, durch welche die jeweilige Gegenpartei ihre objektiv messbaren Risiken verringert und die in einem direkten Zusammenhang mit der Geschäftstätigkeit oder -finanzierung der nichtfinanziellen Gegenpartei stehen.¹⁵⁹ Wie bereits unter der Geltung der MiFID I ist es grundsätzlich vorgesehen, dass es, neben der Verpflichtung zur Einhaltung der Vorhandelstransparenzanforderungen, auch Ausnahmen von dieser Verpflichtung gibt.¹⁶⁰ Beispielsweise können die zuständigen Behörden die Betreiber von organisierten Handelsplätzen von der Pflicht zur Veröffentlichung der Daten nach Art. 8 Abs. 1 MiFIR befreien, wenn einzelne Aufträge sehr groß im Vergleich zum marktüblichen Geschäftsumfang sind. Ein weiterer Grund für eine Befreiung von den Vorhandelstransparenzpflichten könnte beispielsweise sein, dass ein bestimmtes Derivat nicht der Handelspflicht nach der MiFIR unterliegt.¹⁶¹ Die Befreiung gilt in solchen Fällen nur für den im Vergleich großen Auftrag bzw für das jeweilige Derivat, das ohne, dass die Verpflichtung dazu besteht, an diesem Handelsplatz gehandelt wird, nicht für den Handelsplatz allgemein.

Die zuständigen Behörden müssen die ESMA darüber in Kenntnis setzen, bevor sie, aus welchen Gründen auch immer, eine Ausnahme gewähren. Spätestens vier Monate vor Inkrafttreten einer solchen Ausnahmeregelung muss diese Meldung erfolgen. Die ESMA wird binnen zwei Monaten nach Erhalt der Meldung eine Stellungnahme an die zuständige Behörde abgeben, in welcher sie die Vereinbarkeit der angestrebten Ausnahme mit den Anforderungen der MiFIR und den ihr zugehörigen delegierten Rechtsakten bewertet.¹⁶² Durch die Übertragung dieser Kompetenz an die ESMA soll sichergestellt werden, dass Ausnahmetatbestände innerhalb der EU einheitlich angewendet werden.¹⁶³ Sollte eine zuständige Behörde die Rücknahme der Befreiung von den Vorhandelstransparenzpflichten erwirken, muss sie die ESMA und die anderen zuständigen Behörden davon unverzüglich in Kenntnis setzen und ihre

¹⁵⁸ Vgl. *Eckhardt* a.a.O., 1, (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) *MiFID II and the new trading landscape*, 1 (8), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁵⁹ Vgl. MiFIR Art. 8 Abs 1.

¹⁶⁰ Vgl. statt vieler *European Commission*, Statement 14/129, 1 (2), (besucht am 08. Februar 2015); *European Commission*, Memo 14/305, 1 (2), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015); *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (254).

¹⁶¹ Vgl. *Deloitte* (Hrsg.) *MiFID II and the new trading landscape*, 1 (8), (besucht am 08. Februar 2015); *European Commission* a.a.O., 1 (8), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁶² Vgl. *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (254f); MiFIR, Rn. 13; MiFIR Art. 9 Abs 2.

¹⁶³ Vgl. *Gomber/Nassauer* a.a.O., 250 (254f).

Entscheidung begründen.¹⁶⁴ Eine weitere Funktion kommt der ESMA in diesem Zusammenhang dadurch zu, dass sie die Anwendung der Ausnahmeregelungen überwacht und der Kommission jährlich einen Bericht über diese vorlegt.¹⁶⁵

Zu einer vorübergehenden Befreiung von den Vorhandelstransparenzanforderungen kann es kommen, wenn die Liquidität einer Kategorie von Derivaten unter einen vorgegebenen Schwellenwert fällt. Eine solche Befreiung ist auf der Website der zuständigen Behörde bekannt zu geben und darf zunächst auf maximal drei Monate befristet sein. Eine Verlängerung der Befreiung bei andauernder zu niedriger Liquidität darf wiederum maximal für drei Monate erfolgen. Vor Erlass der Befreiung muss die zuständige Behörde die ESMA in Kenntnis setzen, welche eine Stellungnahme dazu abgeben wird.¹⁶⁶

Wie auch im Zusammenhang mit dem Handel von Derivaten über organisierte Handelsplätze werden viele Details, hinsichtlich der Anwendung der Vorgaben der MiFIR, durch technische Regulierungsstandards ausdefiniert werden, deren Entwurf der ESMA obliegt. Beispielsweise werden die Parameter und Methoden zur Berechnung der oben erwähnten Liquiditätsschwelle in solchen Standards festgelegt. Ferner wird die Bandbreite der Geld- und Briefkurse sowie die Markttiefe des Handelsinteresses zu diesen Kursen, die für Derivate gemäß Art. 8 Abs. 1 zu veröffentlichen sind, durch solche technischen Regulierungsstandards ausdefiniert. Der Stichtag, bis zu welchem die ESMA die Entwürfe für diese Standards vorzulegen hat, ist der 3. Juli 2015. Der schlussendliche Erlass erfolgt erneut durch die Kommission.¹⁶⁷

Auch wenn es dem Grunde nach weiterhin Ausnahmen von den Vorhandelstransparenzvorschriften geben wird, gehen *Clausen* und *Engsig Sorensen* sowie die Europäische Kommission davon aus, dass es zukünftig keine Ausnahmen mehr geben wird, die den fairen Wettbewerb zwischen den organisierten Handelsplätzen gefährden werden.¹⁶⁸

3. Nachhandelstransparenzanforderungen & Meldepflichten

Für Derivate, die über einen organisierten Handelsplatz gehandelt werden, gelten darüber hinaus die in Art. 10 MiFIR normierten Nachhandelstransparenzanforderungen.¹⁶⁹ Demnach muss der Betreiber eines organisierten Handelsplatzes das Volumen, den Kurs und den Zeitpunkt der Geschäfte in Derivaten, die an diesem Handelsplatz

¹⁶⁴ Vgl. MiFIR Art. 9 Abs. 3.

¹⁶⁵ Vgl. MiFIR Art. 9 Abs. 2.

¹⁶⁶ Vgl. MiFIR Art. 9 Abs. 4; *European Commission*, Memo 14/305, 1 (8), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁶⁷ Vgl. MiFIR Art. 9 Abs. 5.

¹⁶⁸ Vgl. *Clausen/Engsig Sorensen*, ECFR 3 (2012), 275 (296).

¹⁶⁹ Vgl. *Ferrarini/Saguato*, *Regulating Financial Market Infrastructures*, 1 (17), (besucht am 08. Februar 2015); *Ferrarini/Saguato*, *From EMIR to MiFIR*, 2013, 1 (39), (besucht am 24. September 2014).

gehandelt werden, veröffentlichen. Die Veröffentlichung muss schnellstmöglich erfolgen.¹⁷⁰

Ebenso wie bei den Vorhandelstransparenzanforderungen gibt es bei den Nachhandelstransparenzanforderungen Ausnahmen von der Regel. Im Unterschied zu den erst genannten handelt es sich bei den Ausnahmen, hinsichtlich der Nachhandelstransparenzanforderungen, jedoch nicht um Befreiungen von der normierten Pflicht, sondern um die Erlaubnis die geforderten Daten später zu veröffentlichen.¹⁷¹ Die Betreiber organisierter Handelsplätze müssen vorab die Genehmigung der zuständigen Behörde einholen, um eine spätere Veröffentlichung durchführen zu dürfen. Ferner müssen sie die Marktteilnehmer über die spätere Veröffentlichung solcher Geschäfte in Kenntnis setzen. Die Überwachung der Ausnahmeregelungen der Nachhandelstransparenzvorschriften sowie die Berichterstattung über diese an die Kommission, obliegt der ESMA.¹⁷²

Gleichermaßen wie es bei den Vorhandelstransparenzanforderungen der Fall ist, gibt es einen gesonderten Ausnahmefall im Falle niedriger Liquidität bei einer Kategorie von Derivaten. Es handelt sich auch dieses Mal um eine vorübergehende Aussetzung der Pflicht, die ebenfalls wieder auf einen Zeitraum von maximal drei Monaten begrenzt ist, der jeweils um maximal drei Monate verlängerbar ist. Eine derartige vorübergehende Aussetzung der Nachhandelstransparenzvorschriften ist auf der Website der zuständigen Behörde bekannt zu machen. Bevor die Behörde die Aussetzung in Kraft setzt, muss sie die ESMA über ihre Absicht informieren und diese begründen. Die ESMA wird schnellstmöglich eine Stellungnahme zu der geplanten Aussetzung der Nachhandelstransparenzvorschriften für diese Kategorie von Derivaten abgeben, in welcher sie erläutert, ob sie die Aussetzung für gerechtfertigt hält.¹⁷³

Welche Daten genau hinsichtlich eines Geschäftes im Rahmen der Nachhandelstransparenz durch den Betreiber des organisierten Handelsplatzes zu veröffentlichen sind, sowie die Definition wann die Frist, in welcher sie zu veröffentlichen sind, als gewahrt anzusehen ist, sowie andere Details werden durch technische Regulierungsstandards näher bestimmt werden. Die ESMA hat dazu Entwürfe bis zum 3. Juli 2015 vorzulegen, über welche die Kommission schlussendlich entscheiden wird.¹⁷⁴

Zusätzlich zu diesen Nachhandelstransparenzanforderungen wird die Transparenz künftig durch Meldepflichten nach der EMIR sowie nach der MiFIR erhöht. Für alle Derivate gilt, unabhängig davon, ob sie der Clearingpflicht gemäß der EMIR oder der Handlungspflicht nach der MiFIR unterliegen, die Meldepflicht des Art. 9 EMIR. Das heißt Geschäfte mit Derivaten sind an Transaktionsregister zu melden. Die Meldepflichten nach der EMIR und nach der MiFIR müssen dem Grunde nach beide erfüllt werden. Der Unterschied zwischen den Meldepflichten nach der EMIR und de-

¹⁷⁰ Vgl. *Eckhardt*, MiFIR-Verordnung, 2012, 1 (2), (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (9), (besucht am 08. Februar 2015); MiFIR Art. 10 Abs 1.

¹⁷¹ Vgl. *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (255); *European Commission*, Memo 14/305, 1 (8), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁷² Vgl. MiFIR Art. 11 Abs 1.

¹⁷³ Vgl. MiFIR Art. 11 Abs 2.

¹⁷⁴ Vgl. MiFIR Art. 11 Abs 4.

nen nach der MiFIR ist groß, da der Umfang der Daten, die gemäß der Vorgaben der EMIR zu melden sind, erheblich größer ist als der Umfang dessen, was nach den Vorgaben der MiFIR meldepflichtig ist. Der Unterschied zwischen diesen beiden Regelwerken lässt sich anhand der unterschiedlichen Regulierungsziele der Verordnungen erklären. Die EMIR zielt auf eine Reduzierung der systemischen Risiken ab und braucht zur Überwachung dieser mehr Informationen sowie Informationen über alle Geschäfte mit Derivaten unabhängig davon, ob diese zentral abgewickelt werden und ob sie über organisierte Handelsplätze oder OTC gehandelt werden. Im Unterschied dazu zielt die MiFIR darauf ab die Transaktionskosten zu reduzieren und den Marktmissbrauch zu vereiteln.¹⁷⁵ Zur Vermeidung einer Doppelmeldung kann die Meldung an ein Transaktionsregister, unter bestimmten Bedingungen, von einer Meldung derselben Daten nach der MiFIR befreien.¹⁷⁶

Zur Meldepflicht nach der MiFIR gehört zum einen die Verpflichtung der Handelsplatzbetreiber, den nationalen Aufsichtsbehörden bestimmte Daten zu Geschäften mindestens fünf Jahre lang zur Verfügung stellen zu können. Die gleiche Pflicht trifft Wertpapierfirmen für von ihnen getätigte Geschäfte.¹⁷⁷ Zum anderen müssen Wertpapierfirmen den zuständigen Aufsichtsbehörden spätestens am Ende des folgenden Arbeitstages die Geschäfte mit Finanzinstrumenten melden, welche auf einem Handelsplatz gehandelt werden, auf einem solchen zugelassen sind oder für welche die Zulassung auf einem Handelsplatz beantragt ist, unabhängig davon, ob die Wertpapierfirma sie auf einem Handelsplatz handelte oder nicht.¹⁷⁸ Gemeldet werden müssen unter anderem der Kurs, die Bezeichnung und die Anzahl der gehandelten Finanzinstrumente sowie die Möglichkeit die Wertpapierfirma und deren Kunden zu identifizieren.¹⁷⁹

4. Weitere neue Transparenzanforderungen

Es gibt auch für bilateral über SI gehandelte Derivate Transparenzanforderungen nach der MiFIR. Damit diese Form des OTC-Handels die effiziente Preisbildung sowie den fairen Wettbewerb zwischen den unterschiedlichen Arten organisierten Handels nicht gefährdet, unterliegen SI, die mit Derivaten handeln, die an einem Handelsplatz gehandelt werden und ausreichend liquide sind, unter bestimmten weiteren Voraussetzungen Vorhandelstransparenzanforderungen. Sind die Kursofferten für die Kursofferte eines Kunden des SI erforderlich und ferner der Internalisierer mit der Abgabe einer Kursofferte einverstanden, veröffentlichen die als SI auftretenden

¹⁷⁵ Vgl. *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (39), (besucht am 24. September 2014).

¹⁷⁶ Vgl. *Köhling/Adler*, WM 46 (2012), 2173 (2178); *European Commission*, Memo 14/305, 1 (11), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁷⁷ Vgl. *Eckhardt*, MiFIR-Verordnung, 2012, 1 (2), (besucht am 08. Februar 2015); MiFIR Art. 25 Abs 1, 2.

¹⁷⁸ Vgl. *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (9), (besucht am 08. Februar 2015); *Eckhardt* a.a.O., 1 (2), (besucht am 08. Februar 2015); *European Commission*, Memo 14/305, 1 (11), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁷⁹ Vgl. *Eckhardt* a.a.O., 1 (2), (besucht am 08. Februar 2015); MiFIR Art. 26 Abs 3.

Wertpapierfirmen Kursofferten in Bezug auf diese Derivate.¹⁸⁰ Eine Unterwerfung des OTC-Handels, der nicht über einen SI erfolgt, unter diese Vorhandelstransparenzanforderungen erfolgt durch die MiFIR hingegen nicht.¹⁸¹

Zusätzlich zu diesen Vorhandelstransparenzvorschriften für SI gelten für Wertpapierfirmen, welche Geschäfte mit an Handelsplätzen gehandelten Derivaten tätigen, Nachhandelstransparenzanforderungen. Dies gilt unabhängig davon, ob die Wertpapierfirmen die Geschäfte als SI oder pur OTC tätigen. Sie sind zur Veröffentlichung des Volumens und des Kurses sowie des Zeitpunkts aller Geschäfte mit diesen Derivaten verpflichtet. Die Veröffentlichung soll über von den nationalen Behörden genehmigte Veröffentlichungssysteme (APA) erfolgen. Dabei ist jedes Geschäft im Rahmen eines einzelnen APA bekannt zu machen.¹⁸² Zur Erfüllung dieser Nachhandelstransparenzanforderungen sind dieselben Informationen innerhalb derselben Frist zu veröffentlichen wie es im Rahmen der Nachhandelstransparenzanforderungen der Betreiber organisierte Handelsplätze der Fall ist. Ferner gelten die sich auf diese Pflichten beziehenden technischen Regulierungsstandards ebenfalls für die Erfüllung dieser Nachhandelstransparenzanforderungen.¹⁸³ Auch diesen Wertpapierfirmen kann die spätere Veröffentlichung der Daten, unter bestimmten Voraussetzungen, durch die zuständigen Behörden erlaubt werden. Ferner ist ebenfalls eine vorübergehende Aussetzung der Nachhandelstransparenzpflichten, aufgrund einer zu geringen Liquidität einer Kategorie von Derivaten im Sinne des Art. 11 MiFIR, möglich. Werden für eine bestimmte Kategorie von an organisierten Handelsplätzen gehandelten Derivaten, die im Rahmen der Nachhandelstransparenzanforderungen zu veröffentlichenden Daten später im Sinne des Art. 11 MiFIR veröffentlicht, so ist es auch solchen Wertpapierfirmen zu gestatten, die mit dem Handel dieser Derivate zusammenhängenden Daten später zu veröffentlichen.¹⁸⁴

5. Auswirkungen der Einführung des neuen Transparenzregimes

Die Erweiterung der Transparenzanforderungen auf den Handel mit Derivaten ist eine der größten Veränderungen durch MiFID II und MiFIR¹⁸⁵ und wird zu einer starken Erhöhung der Transparenz auf den Derivatemärkten führen.¹⁸⁶ Die Vor- und Nachhandelstransparenzvorschriften des neuen Transparenzregimes der MiFIR gelten nur für Derivate, die über organisierte Handelsplätze gehandelt werden.¹⁸⁷

Nach Ansicht von *Eckhardt* fördert das neue Transparenzregime die Integrität des Marktes, da die Manipulation des Marktes sowie auch der Insiderhandel leichter von

¹⁸⁰ Vgl. *Eckhardt* a.a.O., 1 (2), (besucht am 08. Februar 2015); MiFIR Art. 18 Abs 1; MiFIR, Rn. 18.

¹⁸¹ Vgl. MiFIR, Rn. 22.

¹⁸² Vgl. MiFIR Art. 21 Abs 1, 2; *Eckhardt*, MiFIR-Verordnung, 2012, 1 (2), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁸³ Vgl. MiFIR Art. 21 Abs 3.

¹⁸⁴ Vgl. MiFIR Art. 21 Abs 4.

¹⁸⁵ Vgl. *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (258).

¹⁸⁶ Vgl. *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (5), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁸⁷ Vgl. *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (39), (besucht am 24. September 2014).

den Marktteilnehmern aufgedeckt werden können. Zudem würden die neuen Transparenzanforderungen den Vergleich der verschiedenen Handelsplätze und die Bildung von Preisen erleichtern. Überdies senke die Transparenz im Vorhandel die Kosten, die durch die Suche nach einem geeigneten Handelspartner entstehen.¹⁸⁸ Aufgrund der Einführung der fünfjährigen Aufbewahrungspflicht der Daten der Geschäfte sowie der Meldepflicht der Geschäfte an die nationalen Aufsichtsbehörden sind die Aufsichtsbehörden besser dazu in der Lage, die Einhaltung der Vorschriften zu überwachen.¹⁸⁹ Dies wirkt sich positiv auf die Stabilität und Integrität der Märkte aus, wodurch wiederum das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte gestärkt wird. Es sollte vermieden werden, dass durch die Meldepflicht, in Kombination mit den sonstigen Nachhandelstransparenzanforderungen, ein doppelter Verwaltungsaufwand entsteht.¹⁹⁰ Auch *Gomber* und *Nassauer* äußern sich positiv bezüglich der Einführung des Transparenzregimes für Derivate. Die Erweiterung der unter der Geltung der MiFID I für Aktien geltenden Transparenzpflichten auf Derivate, unter gleichzeitiger Verringerung der Ausnahmetatbestände, sei im Hinblick auf die deutliche Verbesserung der Transparenz der Aktienmärkte in Europa unter der Geltung der MiFID I nur konsequent und werde die Transparenz des bisher größtenteils OTC stattfindenden Derivatehandels erheblich erhöhen.¹⁹¹

Die Erhöhung der Transparenz sowohl im Vor- als auch im Nachhandel bringt jedoch auch Nachteile mit sich. Sie kann die Effizienz des Marktes gefährden, beispielsweise wenn auf einem ohnehin schon illiquiden Markt, durch die Offenlegung der Kurse, den Marktteilnehmern der Anreiz zum Handel genommen wird, da sie zB befürchten müssen, dass die anderen Marktteilnehmer aufgrund der hohen Transparenz ihre Strategie erraten können, und sie dem Markt dadurch noch weniger Liquidität zuführen.¹⁹² Die ESMA wird dafür Sorge tragen müssen, die richtige Balance zwischen ausreichenden Informationen für die Investoren und Erhaltung der vorhandenen Liquidität zu finden.¹⁹³

Besonders kritisch sieht *O'Malley* das neue Transparenzregime. Die MiFID II suggeriere, dass die erhöhte Transparenz gut für die Investoren sei. Er hingegen vertritt die Ansicht, dass diese Einschätzung fehlerhaft sei, da für große Investoren Dark Pools vorteilhaft sind. Ferner würden die neuen Vorhandelstransparenzanforderungen eine übermäßige Regulierung darstellen, da die Bedeutung, die Dark Pools für den Gesamtmarkt haben, nicht ausreichend beachtet wurde.¹⁹⁴ Zusätzlich ist *O'Malley* der Ansicht, dass die Einführung der Vorhandelstransparenzanforderungen für SI dazu

¹⁸⁸ Vgl *Eckhardt*, MiFIR-Verordnung, 2012, 1 (3f), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁸⁹ Vgl *Ibid*, 1 (4), (besucht am 08. Februar 2015); *European Commission*, Memo 14/305, 1 (11), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁹⁰ Vgl *Eckhardt* a.a.O., 1 (4), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁹¹ Vgl *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (258).

¹⁹² Vgl *Eckhardt*, MiFIR-Verordnung, 2012, 1 (4), (besucht am 08. Februar 2015); *Fergusson/Bauer*, Performance 14 (2014), 30 (31), (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (6), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁹³ Vgl *Fergusson/Bauer* a.a.O., 30 (31), (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) a.a.O., 1 (6), (besucht am 08. Februar 2015).

¹⁹⁴ Vgl *O'Malley*, TCLR 17 (2014), 94 (115).

führen wird, dass Investmentfirmen dem Markt weniger Liquidität zukommen lassen, da sie nicht mehr dazu in der Lage seien, ihre Kurse zu ändern oder zurückzuziehen – denn diese sind nun zu veröffentlichen. Dadurch sind SI keine Dark Pools mehr und werden weniger Liquidität in den Markt bringen.¹⁹⁵ Gemäß *O`Malley* stellt sich die Frage, warum es trotz der Vorteile, welche die erhöhte Transparenz mit sich bringt, überhaupt noch Ausnahmen von den Vorhandelstransparenzanforderungen gibt. Der Grund dafür ist seiner Meinung nach, dass Dark Pools ein notwendiger Bestandteil des Marktes und kein Ergebnis der modernen Marktzersplitterung seien. Dark Pools fördern die Preisbildung, machen den Markt durch gesteigerten Wettbewerb effizienter und verringern die Transaktionskosten.¹⁹⁶ Aus diesen Gründen ist *O`Malley* der Ansicht, dass erhöhte Transparenzanforderungen nicht immer der richtige Weg sind, um Dark Pools zu regulieren.¹⁹⁷

Eine endgültige Vorhersage wie viel Raum für den Handel mit Derivaten außerhalb des organisierten Handels nach der Einführung der neuen Rechtsvorschriften noch bleiben wird, sei gemäß *Ferrarini* und *Saguato* schwer zu treffen. Die Einführung der Nachhandelstransparenzvorschriften für den OTC-Handel wird dazu führen, dass organisierte Handelsplätze attraktiver werden, denn einer der Hauptgründe OTC zu handeln, also nicht öffentlich zu handeln, ist nicht mehr gegeben. Darüber hinaus wird es den Händlern, trotz der nicht vorhandenen Vorhandelstransparenzanforderungen für den OTC-Handel, durch die neuen Kapitalanforderungen nach Basel III, schwerer als zuvor fallen, größere Liquidität als organisierte Handelsplätze zu bieten.¹⁹⁸ Daher ist eine deutlich Abwanderung des Handels hin zu organisierten Handelsplätzen zu erwarten.

Es lässt sich zusammenfassen, dass das neue Transparenzregime dazu geeignet ist, die Transparenz der Derivatemärkte erheblich zu erhöhen und somit der Marktmanipulation sowie dem Insiderhandel vorzubeugen. Zudem führt die deutlich erhöhte Transparenz zu einer Erleichterung der Preisbildung sowie zu einer besseren Vergleichbarkeit der verschiedenen Handelsplätze und daher zu einem erhöhten Wettbewerb zwischen diesen. Das wiederum senkt die Kosten der Marktteilnehmer.

Allerdings kann sich eine zu große Transparenz negativ auf die Liquidität auf den Märkten auswirken, weshalb die ESMA nicht nur den Informationsbedarf der Investoren, sondern auch die Auswirkungen erhöhter Transparenz auf die Liquidität beachten sollte. Wie groß der Einfluss des neuen Transparenzregimes auf den klassischen OTC-Handel ist und wie viel Raum diesem noch bleiben wird, ist bisher nicht genau einschätzbar. Es kann jedenfalls davon ausgegangen werden, dass ein großer Teil des OTC-Handels auf die organisierten Handelsplätze übergehen wird.

¹⁹⁵ Vgl. *O`Malley* a.a.O., 94 (117).

¹⁹⁶ Vgl. *Ibid.*, 122.

¹⁹⁷ Vgl. *Ibid.*, 125.

¹⁹⁸ Vgl. *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (51), (besucht am 24. September 2014).

IV. Regulierung des Warenderivatehandels

1. Grundlegendes zur Regulierung des Handels mit Warenderivaten

Die Vertreter der G20 haben auf dem bereits mehrfach erwähnten Gipfel 2009 in Pittsburgh unter anderem auch vereinbart, die Regulierung, Funktionsweise und Transparenz der Warenmärkte zu verbessern und den übermäßigen Schwankungen der Rohstoffpreise Einhalt zu gebieten. Auf dem G20-Gipfel in Cannes 2011 wurden verschiedene sich darauf beziehende Maßnahmen gebilligt.¹⁹⁹ Diese sind Bestandteil der MiFID II und der MiFIR und führen zu einigen Neuerungen in Bezug auf die Regulierung des Handels mit Warenderivaten. Der Begriff des Finanzinstrumentes nach MiFID II inkludiert nun auch physisch abwickelbare Warenderivate. Einzig Energiederivate werden nach wie vor nicht von dem Begriff der Finanzinstrumente erfasst, insofern sie bereits auf andere Weise angemessenen überwacht und reguliert werden, da eine unnötige Doppelregulierung verhindert werden soll.²⁰⁰ Da Warenderivate nunmehr unter den Begriff der Finanzinstrumente nach der MiFID II fallen, gelten für sie dieselben Vor- und Nachhandelstransparenzanforderungen wie für andere Derivate. Darüber hinaus gilt auch für sie die Pflicht zum Handel über organisierte Handelsplätze.²⁰¹

2. Positionslimits für Warenderivate

Im Rahmen der Stärkung der Aufsicht werden den Aufsichtsbehörden weitreichende Kompetenzen gegeben. Sie überwachen kontinuierlich den Handel mit Warenderivaten und können, falls notwendig, an jeder Stelle in den Handel eingreifen.²⁰²

Ferner wird europaweit ein System zur Begrenzung der Positionen in Warenderivate eingeführt. Dadurch soll die angemessene Bildung der Preise sichergestellt, die Transparenz erhöht und Marktmissbräuchen vorgebeugt werden, da die unangemessene Spekulation mit Warenderivaten verheerende Effekte für die ärmsten Menschen auf der Welt haben kann. Zudem werden die Aufsichtsbehörden, wie auch die Marktteilnehmer bessere Einblicke darin haben, wie diese Märkte funktionieren.²⁰³ Die ESMA wird, gemäß der Vorgaben der MiFID II, eine Berechnungsmethodologie entwickeln, die verschiedene Faktoren, wie beispielsweise die Laufzeit der Warenderivat-

¹⁹⁹ Vgl MiFID II, Rn. 125; *Der Betrieb* (Hrsg.), DB 17 (2014), 13 (13f).

²⁰⁰ Vgl *European Commission*, Memo 14/305, 1 (9f), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (4), (besucht am 08. Februar 2015).; *Parmentier*, EuZW 2 (2014), 50 (52).

²⁰¹ Vgl *European Commission* a.a.O., 1 (9), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015).

²⁰² Vgl *European Commission* a.a.O., 1 (9), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015).

²⁰³ Vgl statt vieler *European Commission*, Memo 14/15, 1 (1, 3), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-15_en.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (3, 6), (besucht am 08. Februar 2015); MiFID II, Rn. 127.

kontrakte oder die lieferbare Menge der zugrundeliegenden Waren, berücksichtigt. Basierend auf dieser Methode werden die zuständigen Behörden Positionslimits für die Größe der Nettopositionen festlegen, die eine Person in Warenderivaten, die an organisierten Handelsplätzen oder in vergleichbarer Weise OTC gehandelt werden, halten darf.²⁰⁴ Diese Positionslimits stellen eindeutige quantitative Grenzen für die maximale Größe einer Position dar, welche eine Person in einem Warenderivat halten darf.²⁰⁵ Ferner werden die zuständigen Behörden auf der gleichen Basis Positionslimits für jeden Kontrakt auf Warenderivate festlegen, die an Handelsplätzen oder auf vergleichbare Weise OTC gehandelt werden.²⁰⁶ Diese Positionslimits gelten nicht für Positionen, welche objektiv Risiken verringern und direkt mit der Geschäftstätigkeit in Bezug auf die Ware verbunden sind.²⁰⁷ Bei Vorliegen erheblicher Änderungen werden die zuvor festgelegten Positionslimits, basierend auf der gleichen Berechnungsmethodologie, neu berechnet.²⁰⁸ Die zuständigen Behörden stimmen sich bei der Festlegung der Positionslimits mit der ESMA sowie etwaigen ebenfalls zuständigen Behörden ab. Zur Sicherstellung einer harmonisierten Anwendung wird die Festlegung der Positionslimits durch die ESMA überwacht.²⁰⁹ Die von der ESMA definierte Berechnungsmethodologie soll die Entwicklung neuer Warenderivate nicht beeinträchtigen, aber sie soll gewährleisten, dass neu entwickelte Warenderivate die Regelungen zu den Positionslimits nicht umgehen können.²¹⁰

3. *Positionsmanagement*

Die nationalen Behörden sind durch die MiFID II dazu ermächtigt, von jeder Person Auskunft über das Volumen und den Zweck einer von ihr eingegangenen Derivatposition zu verlangen.²¹¹ Diese Informationen werden durch die Betreiber der Handelsplätze, im Rahmen von Positionsmanagementkontrollen, gesammelt und der zuständigen Behörde mitgeteilt, welche sie zusammen mit den von ihr festgelegten Positionslimits an die ESMA weiterleitet.²¹² Zudem können die nationalen Behörden von jedem Händler verlangen, dass er die Person auffordert das Volumen einer Positi-

²⁰⁴ Vgl. *Deloitte* (Hrsg.) a.a.O., 1 (9), (besucht am 08. Februar 2015); MiFID II Art. 57 Abs 1, 3; MiFID II, Rn. 127.

²⁰⁵ Vgl. MiFID II Art. 57 Abs 2.

²⁰⁶ Vgl. MiFID II Art. 57 Abs 4; MiFID II, Rn. 131.

²⁰⁷ Vgl. *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (6, 9), (besucht am 08. Februar 2015); MiFID II, Rn. 127.

²⁰⁸ Vgl. MiFID II Art. 57 Abs 4.

²⁰⁹ Vgl. MiFID II Art. 57 Abs 5, 6, 7; MiFID II, Rn. 127.

²¹⁰ Vgl. MiFID II, Rn. 130f.

²¹¹ Vgl. *Eckhardt*, MiFID II-Richtlinie, 2012, 1 (3), (besucht am 08. Februar 2015).

²¹² Vgl. *European Commission*, Memo 14/305, 1 (9), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (9), (besucht am 08. Februar 2015); MiFID II Art. 57 Abs 8 lit. b, 10.

on zu verringern²¹³ oder diese im Einzelfall aufzulösen.²¹⁴ Diese Positionsmanagementkontrollen erfolgen transparent und diskriminierungsfrei.²¹⁵

Neben dieser Berechtigung für die nationalen Behörden ist auch die ESMA dazu berechtigt, von jeder Person Informationen über das Volumen und den Zweck einer durch ein Derivat eingegangenen Position zu verlangen. Darüber hinaus kann sie die Person dazu auffordern, das Volumen der Position zu verringern oder diese aufzulösen. Als *ultima ratio* ist die ESMA überdies dazu berechtigt, den Abschluss von Warenderivatkontrakten durch eine Person zu beschränken.²¹⁶ Damit der ESMA diese Rechte zustehen, müssen mehrere Voraussetzungen erfüllt sein. Zunächst muss eine Gefahr für die ordnungsgemäße Funktionsweise der Finanz- oder Warenmärkte, die Integrität dieser oder die Stabilität des EU-Finanzsystems bestehen. Darüber hinaus dürfen die zuständigen nationalen Behörden keine oder keine hinreichenden Maßnahmen zur Abwehr dieser Gefahr getroffen haben.²¹⁷ In der MiFIR werden weitere Faktoren genannt, die bei Ergreifen dieser Maßnahmen durch die ESMA zu beachten sind. Beispielsweise darf die Maßnahme sich nicht in unverhältnismäßiger Weise negativ auf die Liquidität auf den betroffenen Märkten auswirken.²¹⁸ Weiterhin muss die ESMA die zuständige Behörde in einem in der MiFIR näher definierten Zeitraum über die geplante Maßnahmen in Kenntnis setzen sowie Handelsbeschränkungen gegenüber Personen auf ihrer Website bekanntmachen.²¹⁹ Diese Maßnahmen der ESMA gelten längstens für drei Monate und sind dann gegebenenfalls zu verlängern. Sie sind vorrangig gültig gegenüber bereits früher beschlossenen Maßnahmen der zuständigen Behörden.²²⁰

4. Positionsmeldepflichten

Die MiFID II führt zudem Positionsmeldepflichten für die Betreiber von Handelsplätzen, deren Mitgliedern und Teilnehmern sowie Wertpapierfirmen ein.²²¹

Die Betreiber organisierter Handelsplätze, an denen Warenderivate gehandelt werden, müssen wöchentlich eine aggregierte Aufschlüsselung der Positionen der einzelnen Händlerkategorien für die von diesen gehaltenen Warenderivatkontrakte veröf-

²¹³ Vgl. statt vieler *Eckhardt*, MiFID II-Richtlinie, 2012, 1 (3), (besucht am 08. Februar 2015); *Eckhardt*, MiFIR-Verordnung, 2012, 1 (3), (besucht am 08. Februar 2015); *European Commission* a.a.O., 1 (9), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015).

²¹⁴ Vgl. MiFID II Art. 57 Abs 8 lit. c; MiFID II, Rn. 128.

²¹⁵ Vgl. MiFID II Art. 57 Abs 9.

²¹⁶ Vgl. *Eckhardt*, MiFIR-Verordnung, 2012, 1 (3), (besucht am 08. Februar 2015); MiFIR, Rn. 31; MiFIR Art. 45 Abs 1.

²¹⁷ Vgl. *Eckhardt* a.a.O., 1 (3), (besucht am 08. Februar 2015); MiFIR Art. 45 Abs 2.

²¹⁸ Vgl. MiFIR Art. 45 Abs 3.

²¹⁹ Vgl. MiFIR Art. 45 Abs 4, 5 und 6.

²²⁰ Vgl. MiFIR Art. 45 Abs 8, 9.

²²¹ Vgl. *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (9), (besucht am 08. Februar 2015); *Der Betrieb* (Hrsg.), DB 17 (2014), 13 (13f).

fentlichen.²²² Dieser Bericht muss unter anderem die Anzahl der Positionsinhaber je Personenkategorie sowie die Zahl der Kaufs- und Verkaufspositionen nach diesen Kategorien enthalten. Diese Verpflichtung zur Veröffentlichung der Berichte gilt jedoch nur, wenn eine gewisse Mindestschwelle sowohl seitens der Anzahl der Personen als auch ihrer offenen Positionen überschritten wird. Die Definition dieser Schwelle erfolgt durch die Kommission mittels delegierter Rechtsakte.²²³ Die Betreiber organisierter Handelsplätze müssen den zuständigen Behörden zudem mindestens einmal täglich eine vollständige Aufschlüsselung der Positionen aller Personen übermitteln.²²⁴ Damit die Betreiber dazu in der Lage sind, obliegt es den Mitgliedern oder Teilnehmern von geregelten Märkten oder MTFs bzw den Kunden von OTFs ihrem Handelsplatzbetreiber mindestens einmal täglich die Details zu ihren eigenen Positionen sowie den Positionen ihrer Kunden und der Kunden dieser Kunden bis hin zum Endkunden mitzuteilen. Nur so kann die Einhaltung der durch die zuständigen Behörden festgelegten Positionslimits im Sinne des Art. 57 Abs. 1 MiFID II überwacht werden.²²⁵ Eine vergleichbare Verpflichtung obliegt Wertpapierfirmen, die Warenderivate außerhalb eines Handelsplatzes handeln.²²⁶

5. Auswirkungen der neuen Regulierung des Handels mit Warenderivaten

Durch die Einführung der Positionslimit für den Handel mit Warenderivaten, die Positionsmanagementbefugnisse der nationalen Behörden sowie der ESMA und die Einführung der Meldepflicht für Positionen in Warenderivaten, soll die angemessene Bildung der Preise sichergestellt, die Transparenz erhöht und Marktmissbräuchen vorgebeugt werden. Denn die unangemessene Spekulation mit Warenderivaten kann verheerende Effekte für die ärmsten Menschen der Welt haben und derartigen Effekten muss entgegengewirkt werden.²²⁷

Die Festlegung von Positionslimits durch die Handelsplätze kann der Marktmanipulation vorbeugen und dadurch die Funktionsfähigkeit der Märkte sowie die Glaubwürdigkeit der Preisbildung fördern. Die Festlegung solcher Positionslimits durch die Kommission birgt hingegen, nach Ansicht von *Eckhardt*, Gefahren. Die Kommission könnte ihre Kompetenz dazu nutzen, politisch nicht gewünschten Preisentwicklungen auf den Warenmärkten entgegen zu steuern, obgleich diese Preisent-

²²² Vgl statt vieler *European Commission*, Memo 14/305, 1 (9), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) a.a.O., 1 (10), (besucht am 08. Februar 2015); MiFID II, Rn. 129.

²²³ Vgl MiFID II Art. 58 Abs 1, 6; *Eckhardt*, MiFID II-Richtlinie, 2012, 1 (3), (besucht am 08. Februar 2015).

²²⁴ Vgl *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (10), (besucht am 08. Februar 2015); MiFID II, Rn. 129.

²²⁵ Vgl *Eckhardt*, MiFID II-Richtlinie, 2012, 1 (3), (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) a.a.O., 1 (10), (besucht am 08. Februar 2015); MiFID II Art. 58 Abs 3.

²²⁶ Vgl MiFID II Art. 58 Abs 2.

²²⁷ Vgl statt vieler *European Commission*, Memo 14/15, 1 (1, 3), erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-15_en.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015); *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (3, 6), (besucht am 08. Februar 2015); MiFID II, Rn. 127.

wicklungen ökonomisch zu rechtfertigen sind. Dadurch käme es zur Verzerrung der Preise und zur Fehlallokation des Kapitals.²²⁸

Die Reduktion eingegangener Positionen, im Rahmen des Positionsmanagements, stellt einen schwerwiegenden Eingriff in die Handelsfreiheit dar. Zur Rechtfertigung eines solchen Eingriffs bedarf es objektiver und diskriminierungsfreier Kriterien. Ein solcher Eingriff kann gerechtfertigt sein, um ein missbräuchliches Verhalten zu sanktionieren, wobei das reine Halten vieler Kontrakte noch keinen Marktmissbrauch darstellt. Problematisch ist in diesem Zusammenhang insb. dass sowohl die nationalen Behörden als auch die ESMA Positionsmanagementbefugnisse besitzen. Dadurch entsteht Unsicherheit und es kann zu politisch motivierten Konflikten kommen.²²⁹

Nicht nur zu stark erhöhte Transparenz kann sich negativ auf die Liquidität der Märkte auswirken, auch durch Positionslimits im Bereich der Warenderivate kann die Liquidität negativ beeinflusst werden. Denn durch die Einführung von Positionslimits kann es zu einer Verringerung der Handelsaktivitäten in diesem Bereich und mithin zur Verringerung der Liquidität kommen. Inwieweit diese negativen Effekte entstehen werden, hängt größtenteils von der durch die ESMA zu definierenden, Berechnungsmethodologie für die Bestimmung der Positionslimits ab.²³⁰

Zusammenfassend lässt sich somit feststellen, dass die Maßnahmen zur Regulierung des Handels mit Warenderivaten dazu geeignet sind, die angemessene Preisbildung zu gewährleisten, die Transparenz in diesen Handelsbereichen zu erhöhen und dem Marktmissbrauch vorzubeugen. Allerdings kann dabei nicht außer Acht gelassen werden, dass es durch die neuen Maßnahmen zur Regulierung auch zu negativen Effekten kommen kann.

V. Regelungen im Verhältnis zu Drittländern

Im Folgenden werden die Auswirkungen der MiFID II und der MiFIR auf Drittländer sowie Drittlandhandelsplätze Erläuterung finden. Durch die MiFIR wird, wie oben beschrieben, die Pflicht zum Handel über organisierte Handelsplätze normiert. Als solche gelten nach Art. 28 Abs. 1 MiFIR, neben geregelten Märkten, MTFs und OTFs, unter bestimmten Voraussetzungen, auch Drittlandhandelsplätze.²³¹ Damit der Handel über einen Drittlandhandelsplatz die Handelspflicht nach der MiFIR erfüllt, müsste die Kommission determiniert haben, dass in diesem Drittland ein den Regelungen der MiFID II gleichwertiges Anerkennungssystem für Handelsplätze vorhanden ist, um Derivate zum Handel zuzulassen oder zu handeln, die in dem Drittland einer Handelspflicht unterliegen.²³² Die MiFIR normiert in diesem Zusammenhang Voraussetzungen die erfüllt sein müssen, damit der Rechts- und Aufsichtsrahmen eines Drittlandes als gleichwertig anerkannt werden kann. Zudem ist es der Kommissi-

²²⁸ Vgl. *Eckhardt*, MiFID II-Richtlinie, 2012, 1 (4), (besucht am 08. Februar 2015).

²²⁹ Vgl. *ibid.*, 4.

²³⁰ Vgl. *Deloitte* (Hrsg.) MiFID II and the new trading landscape, 1 (7), (besucht am 08. Februar 2015).

²³¹ Vgl. *Avgouleas*, *Regulating Financial Innovation*, 1 (27), (besucht am 08. Februar 2015); *Gomber/Nassauer*, *ZBB* 2014, 250 (255).

²³² Vgl. *Avgouleas a.a.O.*, 1 (27), (besucht am 08. Februar 2015); MiFIR Art. 28 Abs 1 lit. d, Abs 4.

on gestattet, den Beschluss auf eine oder mehrere bestimmte Kategorien von Handelsplätzen zu beschränken, anstatt auf alle Handelsplatzkategorien, die es in diesem Drittland gibt.²³³

Demgemäß haben die europäischen Regelungen der MiFID II und MiFIR nicht nur Bedeutung für die Handelsplätze, die in der EU ansässig sind, sondern darüber hinaus, auch für Handelsplätze in Drittländern. Der Einfluss reicht sehr weit, denn alle Drittlandhandelsplätze, an denen Gegenparteien aus der EU Derivate handeln wollen, die in der EU der Handelspflicht nach der MiFIR unterliegen, müssen diesen Regelungen entsprechen und einem den europäischen Regelungen gleichwertigen Rechts- und Aufsichtsrahmen unterliegen. Entsprechen die Drittlandhandelsplätze diesen Anforderungen nicht, ist es für Gegenparteien aus der EU nicht möglich über sie Derivate zu handeln, die in der EU der Handelspflicht unterliegen. Es kommt demnach nicht auf die Niederlassung des Handelsplatzes, seinen Betreiber, den Gründungsort oder den Serverstandort des Handelsplatzes an, sondern darauf, welche Derivate über diesen gehandelt werden sollen und welchen Regelungen diese Derivate in der EU unterliegen.

Auch der Handel mit Derivaten zwischen einer Gegenpartei aus einem Mitgliedsstaat der EU und einer Gegenpartei aus einem Drittstaat unterliegt der Handelspflicht nach der MiFIR, wenn die Gegenpartei aus dem Drittstaat clearingpflichtig sein würde, wäre sie in der EU ansässig. Überdies unterliegt auch der Handel mit Derivaten zwischen Gegenparteien aus Drittstaaten der europäischen Handelspflicht, insofern für diese Derivate in der EU die Handelspflicht gilt und von diesem Handel eine direkte, substantielle und vorhersehbare Auswirkung auf die EU ausgeht.²³⁴

Durch diese Regelungen wird der ohnehin schon weitreichende Einfluss der MiFID II und MiFIR auf Drittlandhandelsplätze noch erweitert. Nicht nur wenn Gegenparteien aus der EU Derivate handeln wollen, die in der EU der Handelspflicht nach der MiFIR unterliegen, sondern auch wenn eine Gegenpartei aus der EU und eine Partei aus einem Drittland ein solches Derivat handeln wollen, unterliegt dieser Handel der europäischen Handelspflicht. Der Drittlandhandelsplatz muss dann einem den europäischen Regelungen gleichwertigen Rechts- und Aufsichtsrahmen für Handelsplätze unterliegen, damit der Handel dort, anstatt auf einem Handelsplatz der EU stattfinden kann. Ferner muss auch der Handel mit der Handelspflicht nach der MiFIR unterliegenden Derivaten, der eine direkte, substantielle und vorhersehbare Auswirkung auf die EU hat und zwischen Gegenparteien aus Drittländern stattfinden soll, auf einem Handelsplatz der EU stattfinden, wenn sich kein Drittlandhandelsplatz findet, der einem den europäischen Regelungen gleichwertigen Rechts- und Aufsichtsrahmen für Handelsplätze unterliegt.

Mithin müssten Drittländer und Drittlandhandelsplätze sich den europäischen Regelungen, zumindest im Regulierungsergebnis, anpassen, damit sie, verglichen mit den Handelsplätzen in der EU, wettbewerbsfähig bleiben und auch Derivate handeln können, die der Handelspflicht nach der MiFIR unterliegen.

²³³ Vgl. MiFIR Art. 28 Abs 4.

²³⁴ Vgl. *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250 (255); MiFIR Art. 28 Abs 2.

E. Fazit

Durch den Erlass der EMIR, der CRD und CRR sowie der MiFID II und der MiFIR kommt es zu einer erheblichen Änderung der europäischen Regulierung des Derivatehandels.

Die Bewertungen der Einführung der neuen Handelsplatzkategorie der OTF in der Literatur divergieren deutlich. Von manchen Stimmen in der Literatur wird die Einführung dieser neuen Handelsplatzkategorie befürwortet und den OTFs werden gute Chancen auf dem Markt prognostiziert. Vertreter anderer Meinungen hingegen sind der Ansicht, dass ihre Einführung verfehlt sei, OTFs nur ein kleines Handlungsspektrum bieten würden und sich auf dem Markt nicht durchsetzen werden. Schlussendlich ist es, wie auch *Ferrarini* und *Saguato*²³⁵ erläutern, schwer vorauszusagen, ob OTFs Anklang bei den Händlern finden werden oder ob diese sich stattdessen für den Handel über geregelte Märkte und MTFs entscheiden werden.

Im Unterschied zu diesen deutlich unterschiedlichen Meinungen gibt es, bezüglich des Übergangs des Handels mit Derivaten auf organisierte Handelsplätze weitgehend positive Einschätzungen. Es wird damit gerechnet, dass sich der Derivatehandel in einem erheblichen Umfang auf organisierte Handelsplätze verlagern wird. Dieser Übergang ist positiv zu bewerten und im Hinblick auf die Beschlüsse der G20 zudem geboten.

Die Einführung des neuen Transparenzregimes wird zu einer erheblich Erhöhung der Transparenz auf den Derivatemärkten führen. Auf diese Weise wird der Marktmanipulation und dem Insiderhandel vorgebeugt und infolgedessen die Integrität der Märkte gefördert. Ferner wird den Aufsichtsbehörden durch die Meldepflicht die Überwachung der Einhaltung der Vorschriften erleichtert und dadurch die Stabilität und Integrität der Märkte gestärkt. Die Förderung der Integrität und Stabilität der Märkte erhöht das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte. Darüber hinaus erleichtert die erhöhte Transparenz die Preisbildung und den Vergleich zwischen den Handelsplätzen, wodurch sich wiederum der Wettbewerb erhöht und die Kosten für die Marktteilnehmer sinken. Allerdings kann die stark erhöhte Transparenz auf den Derivatemärkten auch zu Problemen hinsichtlich der Liquidität führen. Aus diesem Grund muss die ESMA bei der Ausgestaltung der technischen Regulierungsstandards nicht nur den Informationsbedarf der Investoren und den Wunsch nach hoher Transparenz auf den Märkten, sondern auch die Auswirkungen erhöhter Transparenz auf die Liquidität, insb auf ohnehin schon illiquiden Märkten, beachten. Das neue Transparenzregime wird zugleich seinen Teil dazu beitragen, den Handel mit Derivaten auf organisierte Handelsplätze zu verlagern.

Im Rahmen der Regulierung des Handels mit Warenderivaten werden zukünftig Positionslimits festgelegt. Es ist den nationalen Behörden, wie auch der ESMA, im Rahmen der Positionsmanagementbefugnisse, zudem möglich, die Reduktion eingegangener Positionen zu verlangen. Diese Maßnahmen sind geeignet, die angemessene Bildung der Preise zu gewährleisten, die Transparenz in diesem Handelsbereich zu erhöhen und dem Marktmissbrauch vorzubeugen. Problematisch ist allerdings, dass

²³⁵ Vgl *Ferrarini/Saguato*, From EMIR to MiFIR, 2013, 1 (56), (besucht am 24. September 2014).

diese Maßnahmen auch für politisch motivierte Zwecke eingesetzt werden können und es daher zu einer Verzerrung der Preise sowie zu einer Fehlallokation von Kapital kommen kann. Durch die Festlegung von Positionslimits kann es überdies zu einer Verringerung der Handelsaktivitäten in diesem Bereich und in deren Folge zu einer Verringerung der Liquidität kommen. Dies sollte, seitens der ESMA, bei der Definierung der Berechnungsmethodologie für die Bestimmung der Positionslimits beachtet werden. Trotz dieser beachtungswürdigen gegebenenfalls auftretenden negativen Effekte ist die neue Regulierung des Handels mit Warenderivaten insgesamt positiv zu betrachten und erfüllt die Vorgaben des G20-Gipfels 2009 in Pittsburgh.

Die europäische Regulierung des Derivatehandels hat einen nicht unerheblichen Einfluss auf die Regulierung in Drittländern und auf Drittlandhandelsplätze. Diese müssen sich im Regulierungsergebnis den europäischen Regelungen anpassen, damit die Drittlandhandelsplätze, verglichen mit den Handelsplätzen in der EU, wettbewerbsfähig bleiben und auch Derivate handeln können, die der Handelspflicht nach der MiFIR unterliegen.

Ogleich noch viele Details hinsichtlich der konkreten Umsetzung der regulatorischen Maßnahmen in delegierten Rechtsakten und technischen Regulierungsstandards ausdefiniert werden müssen, wurde durch den Erlass der MiFID II und der MiFIR das letzte noch fehlende Puzzlestück, in Bezug auf die europäische Umsetzung der drei grundlegenden Beschlüsse zur Reform des Derivatehandels des G20-Gipfels in Pittsburgh 2009, hinzugefügt. Nach aktuellem Stand der Entwicklungen kann davon ausgegangen werden, dass zwar noch viele kleine Problemstellungen gelöst werden müssen. Am Ende werden sich die Finanzmärkte jedoch in einer Weise verändert haben, die, verglichen mit der Situation vor der Weltwirtschaftskrise 2008, einen Fortschritt darstellt.

SCHRIFTTUM

- Altrock, Christian/Müller, Christian*, Regulierungsflut im OTC-Derivatemarkt meistern, die bank Nr. 7, 2014, 27-29.
- Avgouleas, Emiliios*, Regulating Financial Innovation – A multifaceted challenge to financial stability, consumer protection and growth, Draft Chapter, Oxford Handbook of Financial Regulation, 2014, 1-40, erhältlich im Internet: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2458335> (besucht am 08. Februar 2015).
- Buck-Heeb, Petra*, Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, Heidelberg/München/Landsberg ua 2010.
- Clausen, Nis Jul/Engsig Sorensen, Karsten*, Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II – Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?, European Company and Financial Law Review 9 (Nr. 3, 2012), 275-306.
- Deloitte* (Hrsg.), MiFID II and the new trading landscape – Transforming trading and transparency in EU capital markets, EMEA Centre for Regulatory Strategy, 2014, 1-17, erhältlich im Internet: <<http://www2.deloitte.com/uk/en/pages/financial-services/articles/mifid-ii-and-the-new-trading-landscape.html>> (besucht am 08. Februar 2015).
- Der Betrieb* (Hrsg.), EU: Parlament verabschiedet Finanzmarktrichtlinie MiFID II, Der Betrieb Nr. 17, 2014, 13-14.
- Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht, November 1994.
- Monatsbericht, Oktober 1993.
- Eckhardt, Philipp*, EU-Verordnung – MiFIR, cepAnalyse Nr. 16/2012, Centrum für Europäische Politik, 2012, erhältlich im Internet: <http://www.cep.eu/Analysen_KOM/KOM_2011_652_MIFIR/cepAnalyse_MIFIR.pdf> (besucht am 08. Februar 2015).
- EU-Richtlinie – MiFID II, cepAnalyse Nr. 17/2012, Centrum für Europäische Politik, 2012, erhältlich im Internet: <http://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/cep.eu/Analysen_KOM/KOM_2011_656_MIFID/cepAnalyse_MIFID.pdf> (besucht am 08. Februar 2015).
- European Commission*, More transparent and safer financial markets: European Commission welcomes European Parliament vote on updated rules for Markets in Financial Instruments (MiFID II), Statement/14/129, 2014, erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_STATEMENT-14-129_en.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015).
- Markets in Financial Instruments (MiFID): Commissioner Michel Barnier welcomes agreement in trilogue on revised European rules, Memo/14/15, 2014, erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-15_en.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015).
 - Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II): Frequently Asked Questions, Memo/14/305, 2014, erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_de.htm?locale=en> (besucht am 08. Februar 2015).
 - Neue Vorschriften für effizientere widerstandsfähigere und transparentere Finanzmärkte in Europa, IP/11/1219, 2011, erhältlich im Internet: <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1219_de.htm> (besucht am 08. Februar 2015).
- Fergusson, Rosalind/Bauer, Helmut*, A new landscape for EU capital markets, Performance – A triannual topical digest for investment management professionals, Issue Nr. 14, 2014, 30-33, erhältlich im Internet: <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/performancemagazine/articles/1024_new-landscape-eu-capital-markets_BSC.pdf> (besucht am 08. Februar 2015).
- Ferrarini, Guido/Saguato, Paolo*, Regulating Financial Market Infrastructures, Law Working Paper N° 259 (2014), 1-37, erhältlich im Internet: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2450095> (besucht am 08. Februar 2015).

- Reforming Securities and Derivatives Trading in the EU: From EMIR to MiFIR, 2013, 1-56, erhältlich im Internet: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2386290> (besucht am 24. September 2014).
- /*Moloney*, Niamh, Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II, *European Business Organization Law Review* Nr. 13, 2012, 557-597.
- Figlewski*, Stephen, Derivatives Risks, Old and New, NYU Stern School of Business, Working Paper Series 1998, 1-40, erhältlich im Internet: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1297084> (besucht am 24. September 2014).
- Franke*, Günter/*Hax*, Herbert, *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, 6. Auflage, Heidelberg/London/New York 2009.
- G20 (Hrsg.), *Declaration – Summit on Financial Markets and the World Economy*, November 15, 2008.
- Gomber*, Peter/*Nassauer*, Frank, Neuordnung der Finanzmärkte in Europa durch MiFID II/MiFIR, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* Nr. 4, 2014, 250-260.
- Gstädtner*, Thomas, Regulierung der Märkte für OTC-Derivate – ein Überblick über die Regelungen in MiFID II, EMIR und CRD IV, *Recht der Finanzinstrumente* Nr. 3, 2012, 145-155.
- Hartenfels*, Holger, Die Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister („EMIR“), *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* Nr. 178, 2014, 173-212.
- Heber*, Caroline/*Sternberg*, Christian, Market Infrastructure Regulation and the Financial Transaction Tax, *Max Plank Institute for Tax Law and Public Finance*, Working Paper 7 (2014), 1-35, erhältlich im Internet: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2433009> (besucht am 08. Februar 2015).
- Hull*, John C., *Optionen, Futures und andere Derivate*, 7. Auflage, München 2009.
- Köhling*, Lambert/*Adler*, Dominik, Der neue europäische Regulierungsrahmen für OTC-Derivate – Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister – Teil II, *Wertpapier-Mitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* Nr. 46, 2012, 2173-2180.
- Lehmann*, Matthias, Reform der Derivatemärkte – transatlantischer Kampf um Wettbewerbsfähigkeit, *Recht der Finanzinstrumente* Nr. 5, 2011, 300-309.
- O'Malley*, George, Diving into Dark Pools: An analysis of hidden liquidity with regard to the proposed Markets in Financial Instruments Directive, *Trinity College Law Review* 17 (2014), 94-125.
- Pankoke*, Stefan, Europäische Derivateregulierung und M&A, *Wertpapier-Mitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* Nr. 1, 2014, 4-14.
- Partnoy*, Frank/*Skeel*, David A. Jr., The Promise and Perils of Credit Derivatives, *University of Cincinnati Law Review* 75 (2007), 1019-1051, erhältlich im Internet: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929747> (besucht am 08. Februar 2015).
- Parmontier*, Miriam, Die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts 2012-2013, *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* Nr. 2, 2014, 50-57.
- Rudolph*, Bernd/*Schäfer*, Klaus, *Derivative Finanzmarktinstrumente - Eine anwendungsbezogene Einführung in Märkte, Strategien und Bewertung*, Heidelberg 2005.
- Schmidt*, Martin, *Derivative Finanzinstrumente. Eine anwendungsorientierte Einführung*, 2. Auflage, Stuttgart 2002.
- Schuster*, Gunnar/*Ruschkowski*, Alexander, EMIR – Überblick und ausgewählte Aspekte, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* Nr. 2, 2014, 123-134.
- Valiante*, Diego, Setting the Institutional and Regulatory Framework for Trading Platforms: Does the MiFID definition of OTF make sense?, *ECMI Research Report* 8 (2012), 1-13, erhältlich im Internet: <http://aei.pitt.edu/34483/1/ECMI_RR8_DV_MiFID_OTF.pdf> (besucht am 08. Februar 2015).

Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht

(bis Heft 13 erschienen unter dem Titel: Arbeitspapiere aus dem
Institut für Wirtschaftsrecht – ISSN 1619-5388)

ISSN 1612-1368 (print)
ISSN 1868-1778 (elektr.)

Bislang erschienene Hefte

- Heft 100 Ernst-Joachim Mestmäcker, Die Wirtschaftsverfassung der EU im globalen Systemwettbewerb, März 2011, ISBN 978-3-86829-346-3
- Heft 101 Daniel Scharf, Das Komitologieverfahren nach dem Vertrag von Lissabon – Neuerungen und Auswirkungen auf die Gemeinsame Handelspolitik, Dezember 2010, ISBN 978-3-86829-308-1
- Heft 102 Matthias Böttcher, „Clearstream“ – Die Fortschreibung der Essential Facilities-Doktrin im Europäischen Wettbewerbsrecht, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-318-0
- Heft 103 Dana Ruddigkeit, Die kartellrechtliche Beurteilung der Kopplungsgeschäfte von *eBay* und *PayPal*, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-316-6
- Heft 104 Christian Tietje, Bilaterale Investitionsschutzverträge zwischen EU-Mitgliedstaaten (Intra-EU-BITs) als Herausforderung im Mehrebenen-system des Rechts, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-320-3
- Heft 105 Jürgen Bering/Tillmann Rudolf Braun/Ralph Alexander Lorz/Stephan W. Schill/Christian J. Tams/Christian Tietje, General Public International Law and International Investment Law – A Research Sketch on Selected Issues –, März 2011, ISBN 978-3-86829-324-1
- Heft 106 Christoph Benedict/Patrick Fiedler/Richard Happ/Stephan Hobe/Robert Hunter/Lutz Kniprath/Ulrich Klemm/Sabine Konrad/Patricia Nacimiento/Hartmut Paulsen/Markus Perkams/Marie Louise Seelig/Anke Sessler, The Determination of the Nationality of Investors under Investment Protection Treaties, März 2011, ISBN 978-3-86829-341-8
- Heft 107 Christian Tietje, Global Information Law – Some Systemic Thoughts, April 2011, ISBN 978-3-86829-354-8
- Heft 108 Claudia Koch, Incentives to Innovate in the Conflicting Area between EU Competition Law and Intellectual Property Protection – Investigation on the Microsoft Case, April 2011, ISBN 978-3-86829-356-2
- Heft 109 Christian Tietje, Architektur der Weltfinanzordnung, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-358-6
- Heft 110 Kai Hennig, Der Schutz geistiger Eigentumsrechte durch internationales Investitionsschutzrecht, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-362-3
- Heft 111 Dana Ruddigkeit, Das Financial Stability Board in der internationalen Finanzarchitektur, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-369-2
- Heft 112 Beatriz Huarte Melgar/Karsten Nowrot/Wang Yuan, The 2011 Update of the OECD Guidelines for Multinational Enterprises: Balanced Outcome or an Opportunity Missed?, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-380-7

- Heft 113 Matthias Müller, Die Besteuerung von Stiftungen im nationalen und grenzüberschreitenden Sachverhalt, Juli 2011, ISBN 978-3-86829-385-2
- Heft 114 Martina Franke, WTO, China – Raw Materials: Ein Beitrag zu fairem Rohstoffhandel?, November 2011, ISBN 978-3-86829-419-4
- Heft 115 Tilman Michael Dralle, Der Fair and Equitable Treatment-Standard im Investitionsschutzrecht am Beispiel des Schiedsspruchs *Glamis Gold v. United States*, Dezember 2011, ISBN 978-3-86829-433-0
- Heft 116 Steffen Herz, Emissionshandel im Luftverkehr: Zwischen EuGH-Entscheidung und völkerrechtlichen Gegenmaßnahmen?, Januar 2012, ISBN 978-3-86829-447-7
- Heft 117 Maria Joswig, Die Geschichte der Kapitalverkehrskontrollen im IWF-Übereinkommen, Februar 2012, ISBN 978-3-86829-451-4
- Heft 118 Christian Pitschas/Hannes Schloemann, WTO Compatibility of the EU Seal Regime: Why Public Morality is Enough (but May not Be Necessary) – The WTO Dispute Settlement Case “European Communities – Measures Prohibiting the Importation and Marketing of Seal Products”, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-484-2
- Heft 119 Karl M. Meessen, Auf der Suche nach einem der Wirtschaft gemäßen Wirtschaftsrecht, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-488-0
- Heft 120 Christian Tietje, Individualrechte im Menschenrechts- und Investitionsschutzbereich – Kohärenz von Staaten- und Unternehmensverantwortung?, Juni 2012, ISBN 978-3-86829-495-8
- Heft 121 Susen Bielech, Problemschwerpunkte des Internationalen Insolvenzrechts unter besonderer Berücksichtigung der Durchsetzung eines transnationalen Eigentumsvorbehalts in der Insolvenz des Käufers, Juli 2012, ISBN 978-3-86829-500-9
- Heft 122 Karsten Nowrot, Ein notwendiger „Blick über den Tellerrand“: Zur Ausstrahlungswirkung der Menschenrechte im internationalen Investitionsrecht, August 2012, ISBN 978-3-86829-520-7
- Heft 123 Henrike Landgraf, Das neue Komitologieverfahren der EU: Auswirkungen im EU-Antidumpingrecht, September 2012, ISBN 978-3-86829-518-4
- Heft 124 Constantin Fabricius, Der Technische Regulierungsstandard für Finanzdienstleistungen – Eine kritische Würdigung unter besonderer Berücksichtigung des Art. 290 AEUV, Februar 2013, ISBN 978-3-86829-576-4
- Heft 125 Johannes Rehahn, Regulierung von „Schattenbanken“: Notwendigkeit und Inhalt, April 2013, ISBN 978-3-86829-587-0
- Heft 126 Yuan Wang, Introduction and Comparison of Chinese Arbitration Institutions, Mai 2013, ISBN 978-3-86829-589-4
- Heft 127 Eva Seydewitz, Die Betriebsaufspaltung im nationalen und internationalen Kontext – kritische Würdigung und Gestaltungsüberlegungen, August 2013, ISBN 978-3-86829-616-7
- Heft 128 Karsten Nowrot, Bilaterale Rohstoffpartnerschaften: Betrachtungen zu einem neuen Steuerungsinstrument aus der Perspektive des Europa- und Völkerrechts, September 2013, ISBN 978-3-86829-626-6

- Heft 129 Christian Tietje, Jürgen Bering, Tobias Zuber, Völker- und europarechtliche Zulässigkeit extraterritorialer Anknüpfung einer Finanztransaktionssteuer, März 2014, ISBN 978-3-86829-671-6
- Heft 130 Stephan Madaus, Help for Europe's Zombie Banks? – Open Questions Regarding the Designated Use of the European Bank Resolution Regime, Juli 2014, ISBN 978-3-86829-700-3
- Heft 131 Frank Zeugner, Das WTO Trade Facilitation-Übereinkommen vom 7. Dezember 2013: Hintergrund, Analyse und Einordnung in den Gesamtkontext der Trade Facilitation im internationalen Wirtschaftsrecht, Oktober 2014, ISBN 978-3-86829-735-5
- Heft 132 Joachim Renzikowski, Strafvorschriften gegen Menschenhandel und Zwangsprostitution de lege lata und de lege ferenda, November 2014, ISBN 978-3-86829-739-3
- Heft 133 Konrad Richter, Die Novellierung des InvStG unter besonderer Berücksichtigung des Verhältnisses zum Außensteuergesetz, März 2015, ISBN 978-3-86829-744-7
- Heft 134 Simon René Barth, Regulierung des Derivatehandels nach MiFID II und MiFIR, April 2015, ISBN 978-3-86829-752-2

Die Hefte 1 bis 99 erhalten Sie als kostenlosen Download unter:
<http://telc.jura.uni-halle.de/de/forschungen-und-publikationen/beitr%C3%A4ge-transnationalen-wirtschaftsrecht>