EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 26.5.2026
COM(2026) 251 final

# BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN RAT

## über die Bewertung der Märkte für Warendrivate, Emissionszertifikate und Derivate von Emissionszertifikaten durch die Kommission gemäß Artikel 90 Absatz 5 der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) (Richtlinie (EU) 2014/65) in der im Februar 2024 geänderten Fassung

**ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS** ..... 2

**1. EINLEITUNG** ..... 4

**2. DATENASPEKTE IM ZUSAMMENHANG MIT WARENDERIVATEN** ..... 5

**3. AUSNAHME FÜR NEBENTÄTIGKEITEN** ..... 10

**4. POSITIONSLIMITS, POSITIONSMANAGEMENTKONTROLLEN UND POSITIONSMELDUNGEN** ..... 15

**5. SCHLUSSFOLGERUNGEN** ..... 21

**ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS**

AAE (ancillary activity exemption): Ausnahme für Nebentätigkeiten

ACER (Agency for the Cooperation of Energy Regulators): Agentur für die Zusammenarbeit der Energieregulierungsbehörden

CDR 2022/1299 (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1299): Delegierte Verordnung (EU) 2022/1299 der Kommission

CFTC (Commodities and Futures Trading Commission): Aufsichtsbehörde für den Warenterminhandel

CMRP (Capital Markets Recovery Package): Maßnahmenpaket für die Erholung der Kapitalmärkte (Richtlinie (EU) 2021/338)

EEOTC (economically equivalent over-the-counter contract): wirtschaftlich gleichwertiger Over-The-Counter-Kontrakt

EMIR (European Market Infrastructure Regulation): Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (Verordnung (EU) 648/2012)

ESMA (European Securities and Markets Authority): Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde

EU: Europäische Union

EUA (European Union allowance):Emissionszertifikate der Europäischen Union im Rahmen des EU-Emissionshandelssystems

EHS: Emissionshandelssystem der EU

IFD (Investment Firms Directive): Richtlinie über die Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen (Richtlinie (EU) 2019/2034)

IFR (Investment Firms Regulation): Verordnung über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen (Verordnung (EU) 2019/2033)

MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive): Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Richtlinie (EU) 2014/65)

MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation): Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (Verordnung (EU) Nr. 600/2014)

NCA (national competent authority): zuständige nationale Behörde

NRB: nationale Regulierungsbehörde

OTC (over-the-counter): außerbörslich

PMC (position management controls): Positionsmanagementkontrollen

REMIT (Regulation on wholesale energy market integrity and transparency): Verordnung über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts (Verordnung (EU) 1227/2011)

AEUV: Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union

TTF: Title Transfer Facility

TV (trading venue): Handelsplatz

## 1. EINLEITUNG

Warenderivate sind für Marktteilnehmer wichtige Instrumente zur Absicherung ihrer Risikopositionen an den zugrunde liegenden Warenmärkten (z. B. Energie, landwirtschaftliche Rohstoffe, Metalle). Diese Warenmärkte zeichnen sich dadurch aus, dass dort vorwiegend andere Unternehmen als Finanzinstitute tätig sind. Zu diesen Unternehmen zählen vor allem Produzenten physischer Rohstoffe, Versorgungsunternehmen, große energieintensive Nichtfinanzunternehmen sowie Händler physischer Rohstoffe, die zur Minderung der mit ihrer Geschäftstätigkeit verbundenen Risiken direkt auf die Märkte für Warenderivate angewiesen sind.

Das ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte für Warenderivate spielt eine wichtige Rolle für die Stabilität und den Wohlstand der EU-Wirtschaft und, was die Märkte für Energiederivate betrifft, für die Erschwinglichkeit von Energie in der EU und das effiziente Funktionieren des Marktes. Mit dem Deal für eine saubere Industrie[1] und dem Aktionsplan für erschwingliche Energie[2], die die Kommission im Februar 2025 verabschiedet hat, wird somit die Rolle effizienter Märkte, einschließlich der Derivatemärkte[3], unterstrichen. Darüber hinaus ist die Regelung für Warenderivate ein kritischer Bestandteil der europäischen Finanzmärkte, da sie den Marktteilnehmern die Möglichkeit gibt, Risiken zu steuern und in eine Reihe von Warenderivaten zu investieren, darunter Emissionszertifikate (EUA) und Derivate von Emissionszertifikaten. Die Märkte für Warenderivate in der EU unterliegen daher einem umfassenden Regelwerk, das den Besonderheiten dieser Instrumente und ihrer Relevanz für die EU-Wirtschaft Rechnung trägt.

Die Europäische Kommission legt diesen Bericht gemäß Artikel 90 Absatz 5 der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) (Richtlinie 2014/65/EU) dem Europäischen Parlament und dem Rat vor. Bei der Ausarbeitung dieses Berichts ersuchte die Kommission im Einklang mit Artikel 90 Absatz 5 der MiFID II die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) und die Agentur für die Zusammenarbeit der Energieregulierungsbehörden (ACER) um Beiträge. Die ESMA und die ACER übermittelten die angeforderten Stellungnahmen. Die EBA teilte der Europäischen Kommission in ihrer Antwort auf das Beratungsersuchen der Kommission für die Zwecke der Berichte über die Aufsichtsanforderungen für Wertpapierfirmen mit, dass sie ihre Stellungnahme zu den Warenmärkten nicht vorlegen konnte, da hierfür eine eingehendere Analyse notwendig gewesen wäre[4]. Aus diesem Grund enthält dieser Bericht keine Beiträge der EBA.

Die Europäische Kommission konsultierte auch die Marktteilnehmer im Rahmen einer gezielten Konsultation, die für einen Zeitraum von acht Wochen von Februar bis April 2025 lief[5]. Insgesamt gingen 94 Antworten ein, davon 67 von der Industrie (einschließlich 12 Börsen und deren Verbänden) und 12 von öffentlich-rechtlichen Körperschaften und Marktregulierungsbehörden. Bei der Erstellung dieses Berichts hat die

---

1 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A52025DC0085.

2 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A52025DC0079&qid=1741780110418.

3 Sowohl im Deal für eine saubere Industrie als auch im Aktionsplan für erschwingliche Energie wird auf die von der Kommission eingerichtete Gasmarkt-Taskforce verwiesen, die unter anderem das Funktionieren des Marktes für Gasderivate untersucht hat.

4 CfA_IFR and IFD review – final.pdf.

5 Targeted consultation on the review of the functioning of commodity derivatives markets and certain aspects relating to spot energy markets 2025 – Finance.

Kommission diese Antworten sorgfältig geprüft und die einschlägigen Daten sowie die Marktentwicklungen ausgewertet, um ihre Bewertung ergänzend zu untermauern.

Gemäß der Anforderung nach Artikel 90 Absatz 5 der MiFID II wird in dem Bericht für jedes der folgenden Elemente bewertet, welchen Beitrag es zur Liquidität und zum ordnungsgemäßen Funktionieren der europäischen Märkte für Warenderivate, der Emissionszertifikate der Europäischen Union im Rahmen des EU-Emissionshandelssystems (EUA) oder der Derivate von EUA leistet:

a) die Regelungen für Positionslimits und Positionsmanagementkontrollen auf der Grundlage der Daten, die die zuständigen Behörden der ESMA gemäß Artikel 57 Absätze 5 und 10 der MiFID II übermitteln,

b) die in Artikel 2 Absatz 4 Unterabsätze 2 und 3 der MiFID genannten Elemente und die Kriterien für die Feststellung, wann eine Tätigkeit als Nebentätigkeit zur Haupttätigkeit auf Gruppenebene gemäß der Delegierten Verordnung (EU) 2021/1833 der Kommission[2] gilt, wobei Folgendes zu berücksichtigen ist: i) die Fähigkeit zum Abschluss von Geschäften zur wirksamen Verringerung der direkt mit der Geschäftstätigkeit oder dem Liquiditäts- und Finanzmanagement verbundenen Risiken, ii) die Anwendung der Anforderungen gemäß der Verordnung (EU) 2019/2033 ab dem 26. Juni 2026 auf Wertpapierfirmen, die auf Warenderivate oder Emissionszertifikate oder Derivate davon spezialisiert sind, iii) und die Anforderungen an finanzielle Gegenparteien gemäß der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, und

c) die Schlüsselelemente für die Erlangung eines harmonisierten Datensatzes über Geschäfte auf Märkten für Warenderivate zur Übermittlung an eine einzige Erhebungsstelle sowie die einschlägigen Angaben über und das am besten geeignete Format für die zu veröffentlichenden Daten zu den Geschäften.

Darüber hinaus enthält der im September 2024 veröffentlichte Draghi-Bericht bestimmte Vorschläge für Änderungen des Rechtsrahmens für Märkte für Warenderivate.

## 2. DATENASPEKTE IM ZUSAMMENHANG MIT WARENDERIVATEN

*Hintergrund*

Der Handel mit Warenderivaten unterliegt den Transparenz- und Meldepflichten gemäß MiFID II, MiFIR und EMIR. In diesen Vorschriften wird nicht zwischen den zugrunde liegenden Waren unterschieden. Energiebezogene Warenderivate unterliegen zudem den Meldepflichten gemäß der Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 (REMIT) (allerdings mit Bestimmungen zur Vermeidung von Doppelmeldungen).

Während die Meldung an Transaktionsregister im Rahmen der EMIR alle Geschäfte mit Warenderivaten erfasst, an denen mindestens eine EU-Gegenpartei beteiligt ist, unterscheiden sich die Meldepflichten im Rahmen der MiFID II/MiFIR je nach Art der Daten, der Stelle, die die gemeldeten Daten erhält, und je nachdem, ob der Handel an einem Handelsplatz stattfindet. Die MiFIR enthält auch Einzelheiten zu den Bedingungen, unter denen einige Vorhandels- (und Auftrags-) sowie transaktionsbezogene Daten zu Finanzinstrumenten öffentlich verbreitet werden sollen. In der MiFID II ist vorgesehen, dass die Handelsplätze den zuständigen nationalen Behörden täglich Informationen über

Positionen in Bezug auf die an ihrem Handelsplatz tätigen Marktteilnehmer melden müssen[6]. Die Marktteilnehmer wiederum müssen den Handelsplätzen täglich ihre Positionen in Derivatkontrakten melden, die an diesem Handelsplatz gehandelt werden[7]. Schließlich sollten Wertpapierfirmen der zuständigen nationalen Behörde[8] täglich Positionen in wirtschaftlich gleichwertigen außerbörslichen Kontrakten (OTC-Kontrakten) melden[9].

Mit der REMIT-Verordnung in der durch die Verordnung (EU) Nr. 2024/1106 (REMIT II) und die REMIT-Durchführungsverordnung (EU) 1348/2014 (REMIT IR) geänderten Fassung wurden detaillierte Meldepflichten für Transaktionen und Handelsaufträge im Zusammenhang mit Energiegroßhandelsprodukten eingeführt[10].

Mit der im Mai 2024 in Kraft getretenen REMIT-II-Verordnung wurde die Verpflichtung eingeführt, Mechanismen für den Datenaustausch zwischen verschiedenen Regulierungsbehörden festzulegen, darunter ACER, ESMA, Eurofisc, die Europäische Kommission, die nationalen Regulierungsbehörden (NRB), die zuständigen nationalen Behörden sowie weitere einschlägige Behörden in der EU. Da die REMIT-Verordnung Energiederivate als Energiegroßhandelsprodukte erfasst, verhindern spezifische Bestimmungen im Rahmen der REMIT-II-Verordnung darüber hinaus eine Doppelmeldung im Rahmen des Finanzregelwerks und der REMIT-II-Verordnung. Demnach ist in der REMIT II vorgesehen, dass Personen, die Transaktionen gemäß der MiFIR oder der EMIR gemeldet haben, für diese Transaktionen keinen doppelten Meldepflichten unterliegen sollten[11].

Der derzeitige Rechtsrahmen sorgt für mehrere Meldekanäle, wobei der Datenzugang auf bestimmte Regulierungsbehörden beschränkt ist. So erhalten beispielsweise die ACER und nationale Regulierungsbehörden Daten über Energiegroßhandelsprodukte (zusätzlich zu bestimmten Finanzdaten über den Zugang zu EMIR-Transaktionsregisterdaten für Energiegroßhandelsprodukte, die auch als Finanzinstrumente gelten), während die ESMA und die zuständigen nationalen Behörden Finanzdaten erhalten. Diese Trennung hat zur Folge, dass die den Energieaufsichtsbehörden zur Verfügung stehenden Daten die Finanzregulierungsbehörden nicht immer erreichen und umgekehrt, was die marktübergreifende Aufsicht behindern kann. So haben die ESMA und die zuständigen nationalen Behörden beispielsweise keinen systematischen Zugang zu Daten über C6-Ausnahmeprodukte und Spotmarktprodukte, die der ACER gemeldet wurden. Darüber hinaus erschweren unterschiedliche Meldestandards zwischen der MiFIR/EMIR und der REMIT II die Berichterstattung und Datenanalyse, selbst für verwandte Erzeugnisse.

In der Konsultation der Interessenträger wurden mehrere Datenaspekte thematisiert. Es wurde untersucht, ob die ESMA über die zuständigen nationalen Behörden ausreichenden Zugang zu Transaktionsdaten hatte. Ferner wurden Bereiche analysiert, in denen der Informationsaustausch und der Zugang zu einschlägigen Informationen verbessert oder

---

6 Artikel 58 Absatz 1 der MiFID II.

7 Artikel 58 Absatz 3 der MiFID II.

8 Der zuständigen nationalen Behörde des liquidesten Marktes für das Warenderivat, dem der OTC-Kontrakt gleichwertig ist.

9 Artikel 58 Absatz 2 der MiFID II.

10 Artikel 2 Absatz 4 der REMIT II.

11 In Artikel 6 Absatz 5 der REMIT-Durchführungsverordnung heißt es weiter: „Wurden Einzelheiten von Transaktionen gemäß Artikel 26 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 oder Artikel 9 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 gemeldet, gelten die Pflichten der meldenden Personen hinsichtlich der Meldung dieser Einzelheiten gemäß Artikel 8 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 als erfüllt."

optimiert werden könnten, und ob die Berichterstattung sowohl in den Finanz- als auch in den Energieregelwerken besser harmonisiert werden könnte. Eine mögliche Option, die in der Konsultation erörtert wurde, war die Schaffung eines zentralisierten Datenerfassungssystems für Spot- und Derivatkontrakte. Im Rahmen der Konsultation sollte auch geklärt werden, ob im Zusammenhang mit einem zentralisierten Datenerfassungssystem die Meldung der einschlägigen Daten von i) Transaktionsregistern, ii) registrierten Meldemechanismen, iii) einer dritten Stelle, die auch die von Transaktionsregistern und registrierten Meldemechanismen erhaltenen einschlägigen Daten konsolidieren und allen Regulierungsbehörden wie der ESMA, der ACER, den nationalen Regulierungsbehörden, den zuständigen nationalen Behörden und der Kommission gleichberechtigten Zugang gewährleisten würde, oder iv) von einer anderen Stelle durchgeführt werden sollte. Außerdem ging es in der Konsultation um die Frage, ob das zentrale Datenerfassungssystem auch als zentrale Anlaufstelle für die Meldung von Daten durch Marktteilnehmer dienen könnte, die sowohl auf physischen Märkten/Spotmärkten als auch auf Derivatemärkten tätig sind; dies hätte den Vorteil, dass sich der Meldeaufwand für Warenhändler verringern würde. Schließlich wurde im Rahmen der Konsultation erörtert, ob ein alternativer Ansatz zum zentralisierten Erfassungssystem in Betracht gezogen werden sollte, wonach die zuständigen nationalen Behörden systematisch Zugang zur ACER-Datenbank hätten und umgekehrt.

Im Draghi-Bericht 2024 wurde ferner empfohlen, Transaktions- und Positionsdaten zu OTC-Energiederivaten zu erheben. Die Kommission weist darauf hin, dass die Meldung aller Geschäfte mit Derivaten, einschließlich OTC-Geschäften, an denen mindestens eine Gegenpartei aus der EU beteiligt ist, bereits in der EMIR vorgesehen ist. Anders verhält es sich hingegen mit der Meldung von Positionsdaten durch Unternehmen, die keine Wertpapierfirmen sind: Für diese besteht – wie in Abschnitt 4 dieses Berichts dargelegt – derzeit keine Verpflichtung, OTC-Positionen an die EU-Regulierungsbehörden zu melden[12].

*Rückmeldungen von Interessenträgern und Bewertung*

In Bezug auf die Harmonisierung der Berichterstattung stimmte mehr als die Hälfte der Befragten zu, dass die Berichterstattung, z. B. über Transaktionen, im Rahmen von REMIT II und MiFID II/MiFIR/EMIR gestrafft und Doppelmeldungen vermieden werden sollten. Sie betonten jedoch, dass jeder Rahmen für die finanz- und energiebezogene Berichterstattung unterschiedlichen Zwecken diene und einzigartige Merkmale aufweise, und warnten vor sofortigen Änderungen der jeweiligen Meldesysteme, auch unter Berücksichtigung der Umsetzungskosten, die solche Änderungen verursachen könnten. Angesichts der Kosten, die bei diesem Prozess entstehen könnten, vertraten die Teilnehmer die Auffassung, dass vor Beginn jeglicher Harmonisierungsmaßnahmen eine Folgenabschätzung und eine Kosten-Nutzen-Analyse durchgeführt werden sollten. Neun Branchenvertreter, darunter drei Handelsplätze und ein Börsenverband, die sich für eine Harmonisierung aussprachen, plädierten ausdrücklich für einen schrittweisen Ansatz, bei dem zunächst der Datenaustausch zwischen den Regulierungsbehörden verbessert werden sollte, bevor eine grundlegende Überarbeitung der bestehenden Meldepflichten in Betracht gezogen wird. Mehrere Befragte aus dem Aufsichts- und Regulierungsbereich schlugen vor, gemeinsame Meldedatenfelder für Energie- und Finanzdaten zu ermitteln,

[12] Es sei denn, sie tätigen ihre Geschäfte über eine EU-Wertpapierfirma; in diesem Fall erstattet die Wertpapierfirma in ihrem Namen Bericht.

einschließlich der Verwendung gemeinsamer eindeutiger Identifikatoren auf der Grundlage globaler Standards.

Die Kommission erkennt an, dass die Überarbeitung der Meldestandards zwar langfristig Vorteile in Form eines vereinfachten Rahmens mit sich bringen dürfte, kurzfristig jedoch Änderungen an den Berichtsformaten und damit verbundene Anpassungskosten nach sich zieht. Darüber hinaus könnte dies die Meldung anderer Kategorien von Derivaten im Rahmen der EMIR-Verordnung erschweren, da sich die Meldung im Rahmen der EMIR-Verordnung nicht auf Warenderivate beschränkt.

Die Interessenträger waren geteilter Meinung hinsichtlich der Schaffung eines zentralisierten Datenerfassungssystems. Die Hälfte der Befragten war der Ansicht, dass ein derartiges zentralisiertes System die Berichterstattung erleichtern könnte, sofern es auf der bestehenden Infrastruktur aufbaut und keine neuen Datenanforderungen oder zusätzliche Komplexität oder Kosten mit sich bringt. Im Gegensatz dazu befürchtete die andere Hälfte hohe Umsetzungskosten und verwies auf die grundlegend unterschiedlichen Merkmale der Märkte, die die derzeit geltenden unterschiedlichen Meldesysteme rechtfertigen. Zwei Regulierungsbehörden erklärten, dass ein zentralisierter Meldeansatz den zuständigen nationalen Behörden, den nationalen Regulierungsbehörden, der ESMA und der ACER Zugang zu demselben umfassenden und konsolidierten Datensatz verschaffen und ihnen einen ganzheitlichen aufsichtlichen Überblick sowohl über die physischen Märkte als auch über die Derivatemärkte ermöglichen würde.

Alternativ wurden auch unter den Befürwortern eines solchen zentralisierten Systems Vorschläge unterbreitet, wie die bestehenden REMIT-II-Bestimmungen, in denen umfassende Mechanismen für die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch zwischen verschiedenen Regulierungsbehörden vorgesehen sind, im Finanzregelwerk als kosteneffizientere Lösung genutzt und übernommen werden könnten, um den Datenfluss zwischen der ACER und den Finanzbehörden (und umgekehrt) zu verbessern. Durch einen solchen Ansatz würden auch Ad-hoc-Anträge vermieden. Die Interessenträger standen somit der Idee, den Datenaustausch zwischen den Regulierungsbehörden zu verbessern, aufgeschlossener gegenüber als der Einführung eines völlig neuen Systems. Die Kommission teilt die Auffassung, dass ein systematischerer und institutionalisierter Datenaustausch und ein gegenseitiger Zugang zu Daten durch die Finanz- und Energieaufsichtsbehörden äußerst wünschenswert wären.

Bei der Prüfung von Änderungen der Vor- und Nachhandelstransparenzvorschriften (insbesondere in Bezug auf den Handel über multilaterale Handelssysteme (MTF) und organisierte Handelssysteme (OTF)) sprachen sich 70 % der Befragten gegen eine Änderung der derzeitigen Vorschriften aus und verwiesen dabei auf das potenzielle Risiko der Teilnehmer in Bezug auf ihre Absicherungsstrategien und die Einzigartigkeit der Warenmärkte. Einige Befragte wiesen darauf hin, dass Warenderivate, die über MTF und OTF gehandelt werden, vor der Überarbeitung der MiFIR[13] gerade deshalb der Vor- und Nachhandelstransparenz unterlagen, weil sie an diesen Handelsplätzen gehandelt werden. Die Überprüfung ergab, dass sich der Anwendungsbereich der Transparenz von Derivaten aufgrund der mangelnden Fungibilität dieser Kontrakte nicht auf das Konzept des „Handels an einem Handelsplatz“ stützen sollte. Die Befragten vertraten die Auffassung, dass die Transparenzanforderungen nur für Derivate gelten sollten, die ausreichend

[13] Verordnung (EU) 2024/2809 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Oktober 2024 zur Änderung der Verordnungen (EU) 2017/1129, (EU) Nr. 596/2014 und (EU) Nr. 600/2014 zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen.

standardisiert sind, sodass die zu ihnen veröffentlichten Daten auch für andere Marktteilnehmer aussagekräftig sind. Die Kommission räumt ein, dass der Handel mit Warenderivaten derzeit in organisierten Handelssystemen ohnehin nur eine untergeordnete Rolle spielt (0,3 % des Handelsvolumens im Jahr 2024)[14] und in multilateralen Handelssystemen gar nicht stattfindet[15].

Von den 48 Befragten, die sich zu diesem Thema äußerten, sprachen sich 44 gegen die Aufnahme von Vor- und/oder Nachhandelsdaten über börsengehandelte Warenderivate in den konsolidierten Datenticker aus. Viele von ihnen wiesen darauf hin, dass börsengehandelte Derivate im Gegensatz zu OTC-Derivaten an geregelten Märkten gehandelt werden, was bedeutet, dass Kursdaten und Handelsvolumina bereits öffentlich zugänglich sind und dass sich die Handelsaktivitäten auf eine sehr kleine Anzahl geregelter Märkte konzentrieren (wodurch der Mehrwert eines konsolidierten Datentickers für diese Anlageklasse gering ist). Nur vier Teilnehmer aus dem Energiesektor sprachen sich dafür aus, Vor- und/oder Nachhandelsdaten über börsengehandelte Warenderivate in den konsolidierten Datenticker aufzunehmen.

*Fazit der Bewertung durch die Kommission*

Die Kommission erkennt an, dass der derzeitige Melderahmen für Warenderivate komplex ist. Dies gilt insbesondere für energiebezogene Warenderivate, da sowohl der zugrunde liegende Spotmarkt als auch Energiederivate speziellen Meldepflichten gemäß der REMIT II unterliegen, während letztere zudem gemäß dem Finanzrahmen gemeldet werden (im Gegensatz zu anderen Arten von Warenderivaten, die nur gemäß den Finanzvorschriften gemeldet werden). Zwar enthält die REMIT II Bestimmungen zur Verhinderung einer Doppelmeldung, wie oben erwähnt, doch könnten die bestehenden Berichterstattungsverfahren noch effizienter gestaltet werden.

Die Harmonisierung der Meldestandards und die Straffung der Meldepflichten würden zwar dazu beitragen, die einschlägigen Rahmen zu vereinfachen, den Aufwand für die Unternehmen zu verringern und die von den Aufsichtsbehörden verwendeten Daten zu rationalisieren, doch würde dies eine gründliche Bewertung der erforderlichen Änderungen der einschlägigen Rechtsvorschriften sowie der damit verbundenen Kosten sowohl für die Marktteilnehmer als auch für die Aufsichts- und Regulierungsbehörden erfordern. Ebenso könnte die Schaffung eines einheitlichen Meldesystems, das zwar insgesamt als Endergebnis wünschenswert ist, erhebliche Herausforderungen in Bezug auf die Umsetzungskosten und potenzielle Schwierigkeiten bei der Unterscheidung zwischen der Meldung von Warenderivaten und der Meldung anderer Derivate mit sich bringen.

Im Rahmen eines möglichen schrittweisen Ansatzes könnten kurzfristige Maßnahmen geprüft werden, um den Datenaustausch zwischen Behörden zu erleichtern und die Interoperabilität von Datensätzen zu verbessern. Dies könnte die Institutionalisierung des Datenaustauschs zwischen Finanz- und Energieregulierungsbehörden umfassen, wobei ein systematischer Zugang zu den jeweiligen Aufsichtsdaten gewährt wird, wodurch Ad-hoc-Anfragen auf Zugang überflüssig würden. Die Kommission könnte auch die Einführung eindeutiger Kennungsformate für Transaktionen prüfen, die sowohl im Rahmen des Finanz- als auch des Energierahmens gemeldet werden.

---

[14] Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass in organisierten Handelssystemen gehandelte physisch abgewickelte Kontrakte von den Finanzvorschriften ausgenommen sind und daher nicht als Finanzinstrument gelten (im Folgenden „C6-Ausnahmeprodukte“).

[15] Quelle: Daten der ESMA.

Was schließlich die Vor- und Nachhandelstransparenzanforderungen betrifft, so ist die Kommission der Auffassung, dass der derzeitige Rahmen ein ausreichendes Maß an öffentlichen Informationen gewährleistet und daher diesbezüglich keine Änderungen gerechtfertigt sind. Diese Schlussfolgerungen gelten auch für EUA und EUA-Derivatkontrakte.

## 3. AUSNAHME FÜR NEBENTÄTIGKEITEN

*Rolle und Funktionsweise*

Die Märkte für Warenderivate zeichnen sich durch eine starke Beteiligung von Unternehmen aus, deren Hauptgeschäftstätigkeit nicht in der Erbringung von Finanzdienstleistungen besteht, die jedoch auf Derivatemärkte zurückgreifen, um ihre Positionen auf den zugrunde liegenden physischen Märkten abzusichern oder in einigen Fällen Marktbewegungen zu nutzen, um Gewinne zu erzielen.

Die Nichtfinanzunternehmen machen gemessen an den in den jeweiligen Märkten gehaltenen Positionen rund zwei Drittel der Teilnehmer am Terminmarkt für Erdgas[16] sowie rund 60 % der Teilnehmer am Terminmarkt für Weizen[17] aus. Einige Nichtfinanzunternehmen fungieren auch als Marktpfleger und können sowohl auf physischen Märkten/Spotmärkten als auch auf Derivatemärkten tätig sein. Nach der in Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe j der MiFID II festgelegten Ausnahme für Nebentätigkeiten sind derzeit bestimmte Nichtfinanzmarktteilnehmer, die im Handel mit Warenderivaten tätig sind, von der Anforderung einer MiFID-II-Zulassung (und den damit verbundenen Anforderungen an die Einhaltung der Vorschriften) befreit, wenn diese Handelstätigkeit für eigene Rechnung und nicht im Zusammenhang mit der Ausführung von Kundenaufträgen erfolgt oder wenn sie Anlagedienstleistungen in Bezug auf Warenderivate oder Emissionszertifikate oder Derivate davon für Kunden oder Zulieferer ihrer Haupttätigkeit erbringt, sofern die Tätigkeit als „Nebentätigkeit“ zu ihrer Haupttätigkeit betrachtet wird, sei es individuell oder auf aggregierter Basis.

Um festzustellen, ob die Tätigkeit einer Firma eine Nebentätigkeit zu ihrer Haupttätigkeit darstellt, werden im Rahmen der MiFID II drei alternative Tests angewandt. Um von der Befreiung zu profitieren, reicht es aus, wenn die Bedingungen eines der folgenden Tests erfüllt sind:

- des *Geringfügigkeitstests* bei Unternehmen, deren Netto-Nominalwert der ausstehenden Forderungen in Bezug auf in der EU gehandelte Warenderivate oder Emissionszertifikate oder Derivate davon für die Barabwicklung, ausgenommen Warenderivate oder Emissionszertifikate oder Derivate davon, die an einem Handelsplatz gehandelt werden, unter einem jährlichen Schwellenwert von 3 Mrd. EUR liegt,

- des *Handelstests* bei Unternehmen, deren Tätigkeiten im Zusammenhang mit Warenderivaten 50 % oder weniger des Gesamtumfangs der anderen Handelstätigkeiten der Gruppe ausmachen, oder

16 esma70-446-775_preliminary_data_report_on_mcm.pdf.

17 Analysis of MIFID II position data on commodity derivatives: who are the market participants and what is their weight in the matif grain derivatives segment?.

- des *Kapitaleinsatztests* bei Unternehmen, deren geschätztes Kapital, das für die Ausübung ihrer Tätigkeiten im Zusammenhang mit Warenderivaten eingesetzt wird, nicht mehr als 50 % des Kapitals ausmacht, das auf Gruppenebene für die Ausübung der Haupttätigkeit eingesetzt wird.

Es sei darauf hingewiesen, dass alle oben genannten Schwellenwerte die Handelstätigkeiten im Zusammenhang mit Absicherungsgeschäften ausschließen.

Die Einstufung als Wertpapierfirma im Sinne der MiFID II hat weitreichende Auswirkungen. Sie beinhaltet nicht nur die Anwendung der organisatorischen und operativen Anforderungen der MiFID II (und der damit verbundenen Aufsichtsrolle und Sanktionsbefugnisse der zuständigen nationalen Behörden), sondern auch eine Einstufung als finanzielle Gegenpartei im Sinne der Verordnung (EU) 648/2012 (EMIR), einschließlich der damit verbundenen Anforderungen in Bezug auf den Austausch bilateraler Einschusszahlungen beim Handel mit Derivaten, sowie die Anwendung der Aufsichtsvorschriften gemäß der Verordnung (EU) 2019/2033 (Verordnung über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen, IFR) und der Richtlinie (EU) 2019/2034 (Richtlinie über die Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen, IFD), einschließlich der damit verbundenen Kapital- und Liquiditätsanforderungen. Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass eine Reihe von Kernanforderungen des Finanzregelwerks für alle Unternehmen gelten, unabhängig davon, ob sie als Wertpapierfirmen eingestuft sind oder nicht. Dazu gehören Anforderungen in Bezug auf Marktmissbrauch, Positionslimits und Meldungen im Rahmen der EMIR-Verordnung.

Im Jahr 2021 wurden mit dem Maßnahmenpaket für die Erholung der Kapitalmärkte mehrere Änderungen eingeführt, um einen Teil des Verwaltungsaufwands für erfahrene Anleger in ihren Geschäftsbeziehungen untereinander zu verringern, und um neu entstehenden Warenmärkten Möglichkeiten zur Weiterentwicklung, Vertiefung und Verbesserung ihrer Liquidität zu bieten. Mit der Richtlinie (EU) 2021/338 wurde der Test im Rahmen der Ausnahme für Nebentätigkeiten durch die Einführung der oben genannten expositionsbasierten Geringfügigkeitsschwelle vereinfacht. Die Verpflichtung der Marktteilnehmer, jedes Jahr mitzuteilen, ob sie die Kriterien des Tests im Rahmen der Ausnahme für Nebentätigkeiten erfüllen, wurde gestrichen und durch die Möglichkeit für die zuständigen nationalen Behörden ersetzt, Informationen auf Ad-hoc-Basis anzufordern.

Auch andere Länder wie die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich haben Regelungen erlassen, um zu verhindern, dass Unternehmen, die den Handel mit Warenderivaten als Nebentätigkeit betreiben, unter die Finanzvorschriften fallen. In den Vereinigten Staaten werden Unternehmen, deren Brutto-Swap-Geschäftstätigkeit über einen Zeitraum von zwölf Monaten 8 Mrd. USD nicht übersteigt, nach der *Swap Dealer De Minimis Exception* von der Pflicht befreit, sich bei der CFTC registrieren zu lassen. Die US-Ausnahme gilt nur für Handelstätigkeiten zugunsten eines Kunden und schließt Eigenhandelstätigkeiten von den Berechnungen des Schwellenwerts aus. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt gibt es keine Hinweise darauf, dass in anderen wichtigen Rechtsordnungen Pläne bestehen, ihr funktionales Äquivalent zur Ausnahme für Nebentätigkeiten zu verschärfen.

Schließlich wird in dem Draghi-Bericht auf die potenziellen Vorteile einer Einstufung großer Marktteilnehmer, insbesondere aus dem Energiesektor, als Wertpapierfirmen verwiesen, da dadurch die Markttransparenz erhöht und das Risiko von Fehlverhalten verringert wird.

*Rückmeldungen von Interessenträgern und Bewertung*

Im Rahmen der Konsultation der Interessenträger wurden alle relevanten Aspekte der Funktionsweise der Ausnahme für Nebentätigkeiten eingehend untersucht, darunter die Zweckmäßigkeit der Ausnahme an sich, die Angemessenheit der drei Tests sowie die Eignung der Methoden (z. B. Brutto- gegenüber Nettoschwellenwerten).

Die Interessenträger wiesen immer wieder darauf hin, wie wichtig die Ausnahme für Nebentätigkeiten ist, um die weitere Beteiligung von Akteuren, die überwiegend nicht aus dem Finanzbereich stammen, an den Warenmärkten sicherzustellen. Die Interessenträger argumentierten, dass die Ausnahmeregelung nicht nur erforderlich sei, damit diese Unternehmen ihre geschäftlichen Risiken angemessen absichern und ihre Geschäftstätigkeit effizient planen könnten, sondern auch, um die Tiefe der Märkte für Warenderivate in der Union zu erhalten. Die Befragten wiesen zudem auf den Mehrwert von nicht zur Absicherung dienenden Handelstätigkeiten hin, darunter auch solche von Nichtfinanzunternehmen, die von der Ausnahme für Nebentätigkeiten profitieren, da diese durch die Einbringung von Fachwissen zur Markt- und Liquiditätstiefe, zur Verringerung von Konzentrationen sowie zur Preisbildung beitragen.

Die Interessenträger sprachen sich nahezu einstimmig dafür aus, dass die regulatorische Stabilität in diesem Bereich gewahrt bleiben müsse, nachdem im Jahr 2021 mit dem Maßnahmenpaket für die Erholung der Kapitalmärkte (CMRP) Änderungen eingeführt worden waren. Vorschläge zur Vereinfachung des Tests, z. B., indem der Schwerpunkt nur auf den Eigenhandel gelegt wird, wie dies in anderen Rechtsordnungen der Fall ist, und Vorschläge zur Verschärfung des Tests wurden aus ähnlichen Gründen abgelehnt, um die regulatorische Stabilität zu wahren.

Insgesamt ergab die Konsultation der Interessenträger, dass eine Verschärfung der Ausnahme für Nebentätigkeiten weitreichende Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit der Unternehmen hätte, die derzeit von der Ausnahme für Nebentätigkeiten profitieren. Diese Ansicht wurde von Branchenvertretern und Regulierungsbehörden weitgehend geteilt. Die wichtigsten ermittelten Kostenfaktoren waren:

i) Aufsichtspflichten, die sich aus der Anwendung von IFR/IFD-Kapital- und Liquiditätsanforderungen ergeben,

ii) Einschussanforderungen für OTC-Geschäfte, die sich aus einer Neueinstufung als finanzielle Gegenparteien im Rahmen der EMIR ergeben, und

iii) die Gesamtkosten für die Einhaltung der MiFID-II-Anforderungen.

Die Konsultationsteilnehmer, darunter drei öffentlich-rechtliche Körperschaften, äußerten Bedenken, dass eine Verschärfung der Bedingungen für die Ausnahme für Nebentätigkeiten zu einem starken Anstieg der Betriebskosten oder zu Schwierigkeiten im Hinblick auf ein angemessenes Risikomanagement führen könnte (z. B. aufgrund verschlechterter Marktbedingungen, siehe unten). Die Kommission räumt ein, dass solche Änderungen zu zusätzlichen Befolgungskosten und – auf der Grundlage der geltenden aufsichtsrechtlichen Vorschriften – zu zusätzlichem Kapitalbedarf für aufsichtsrechtliche Zwecke führen könnten. Zwar sollten diese Aspekte im Hinblick auf den erwarteten Nutzen bewertet werden, und eine Verschärfung der Ausnahme für Nebentätigkeiten könnte theoretisch risikobehaftete Handelstätigkeiten eindämmen, indem sie die nicht zu Absicherungszwecken dienenden Handelstätigkeiten der derzeitigen Begünstigten

einschränkt, doch wiesen die Befragten darauf hin, dass diese Situation dennoch die Gefahr mit sich bringen könnte, dass einige Unternehmen, die derzeit keinen Finanzmarkt- und Aufsichtsvorschriften unterliegen, sich aus diesen Märkten zurückziehen könnten. Ein massiver Rückzug bestehender Unternehmen könnte – sofern dieser nicht durch neue Marktteilnehmer ausgeglichen wird – zu einer Verringerung der Tiefe, Liquidität und Effizienz der Warenmärkte führen, was wiederum eine stärkere Marktkonzentration, höhere Kosten und eine geringere Zuverlässigkeit der Absicherung zur Folge hätte. Mehrere Interessenträger wiesen darauf hin, dass diese gestiegenen Kosten, sei es direkt oder aufgrund einer unzureichenden Absicherung, letztlich als höhere Warenpreise an die Endkunden weitergegeben werden könnten.

Im Rahmen der Konsultation sollte zudem ermittelt werden, ob die Interessenträger der Ansicht waren, dass aufsichtsrechtliche Anforderungen die angespannte Liquiditätslage hätten abmildern können, der einige Marktteilnehmer während der Energiekrise 2022 und der damit verbundenen Phase vermehrter Nachschussforderungen ausgesetzt waren. Mit einer Ausnahme vertraten alle Interessenträger, die geantwortet hatten, die Auffassung, dass solche Anforderungen die Situation nicht entschärft hätten und sie durch eine weitere Einschränkung des Zugangs zu Liquidität sogar noch hätten verschlimmern können.

Einige Interessenträger wiesen darauf hin, dass mehrere zentrale Bestimmungen im Zusammenhang mit dem Handel mit Warenderivaten, wie Marktmissbrauchsvorschriften, Positionsmeldungen und Positionslimits sowie EMIR-Meldungen, unabhängig vom Regulierungsstatus von Warenhändlern gelten. Diese Interessenträger stellten die Notwendigkeit und den Mehrwert der Forderung infrage, dass Warenhändler den Status einer vollwertigen Wertpapierfirma erwerben müssen. Von den 73 Befragten, die zu diesem Punkt Stellung nahmen, standen lediglich drei einer Überarbeitung der Ausnahmeregelung für Nebentätigkeiten offen gegenüber, wobei nur einer ausdrücklich eine Reform forderte. Zwei Behörden (aus demselben Mitgliedstaat) wiesen darauf hin, dass im Falle einer Überarbeitung der Ausnahme für Nebentätigkeiten eine maßgeschneiderte Aufsichtsregelung für Warenhändler eingeführt werden sollte, um ihren spezifischen Risikoprofilen und Geschäftsmodellen Rechnung zu tragen. Die Kommission stellt fest, dass in Bezug auf die Verhaltens- und Marktaufsicht von den Befragten keine Punkte vorgebracht wurden, die darauf hindeuten würden, dass durch eine Verschärfung der Ausnahme für Nebentätigkeiten die Integrität der Märkte verbessert werden würde.

Die Kommission stellt fest, dass viele Teilnehmer der Ansicht waren, die Verschärfung der Ausnahmeregelung für Nebentätigkeiten würde die Teilnehmer am Warenmarkt der EU gegenüber ihren globalen Konkurrenten in Bezug auf ihre Wettbewerbsfähigkeit benachteiligen, zumal in anderen Rechtsordnungen flexiblere Regulierungsrahmen gelten würden.

Was den Aufbau und die Funktionsweise der drei Tests betrifft, so hat die Konsultation ergeben, dass alle drei Tests sinnvoll sind und von den Befragten genutzt werden. Dies gilt ungeachtet der Einschätzung der Kommission, dass kein Unternehmen, das derzeit von der Ausnahme für Nebentätigkeiten profitiert, den Geringfügigkeitstest nicht bestehen würde. Die Interessenträger waren der Ansicht, dass die Änderung oder Streichung eines dieser Tests Anpassungskosten für Marktteilnehmer verursachen würde, die bereits Systeme und Verfahren eingeführt haben, um die Kriterien des von ihnen gewählten Tests zu erfüllen.

Ebenso vertraten die Interessenträger die Auffassung, dass jede Änderung der Methoden zur Berechnung der einschlägigen Schwellenwerte unnötige Anpassungen erfordern würde. Insbesondere die Umstellung auf einen auf der Bruttohandelstätigkeit basierenden

Schwellenwert, wie er in den USA auf der Grundlage der gesamten Handelstätigkeit angewandt wird, wurde von den Befragten als unvereinbar mit dem risikobasierten Ansatz im Rahmen der MiFID II angesehen, der sich am besten in einem auf der Nettohandelstätigkeit basierenden Schwellenwert widerspiegelt.

Was schließlich die Abschaffung der jährlichen Meldungen über die Einhaltung der Schwellenwerte im Rahmen der Ausnahme für Nebentätigkeiten durch Händler von Warenderivaten betrifft, so war mehr als die Hälfte der Befragten der Ansicht, dass der Verwaltungsaufwand und die Bürokratie durch die CMRP-Änderung verringert wurden. Mehrere Befragte betonten, dass die zuständigen nationalen Behörden weiterhin auf Ad-hoc-Basis Informationen anfordern könnten, die über das hinausgehen, was bereits auf der Grundlage der MiFID-II- und EMIR-Berichterstattung bereitgestellt wird. Einige Teilnehmer schlugen jedoch vor, eine einmalige Erstmeldung an eine einzige nationale zuständige Behörde oder die ESMA in Erwägung zu ziehen, um ein EU-weites Verzeichnis der auf den Märkten für Warenderivate tätigen Unternehmen zu führen. Eine solche Meldung würde für die Unternehmen keine übermäßige Belastung darstellen, könnte den Aufsichtsbehörden jedoch einen umfassenden Überblick über die Marktteilnehmer verschaffen (insbesondere in Verbindung mit einer Meldung von Unternehmen, die ihre Tätigkeit auf den Märkten für Warenderivate beenden).

*Fazit der Bewertung durch die Kommission*

Aus den Rückmeldungen der Interessenträger gingen keine wesentlichen Anhaltspunkte hervor, die darauf hindeuten würden, dass die Ausnahme für Nebentätigkeiten nicht ordnungsgemäß funktioniert. Auf der Grundlage dieser Rückmeldungen scheint es, dass eine Änderung des Anwendungsbereichs und der Funktionsweise der Ausnahme für Nebentätigkeiten erhebliche und weitreichende Folgen haben und sich möglicherweise negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit von EU-Unternehmen auf den Märkten für Warenderivate auswirken könnte. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt deuten die Antworten der Interessenträger nicht darauf hin, dass Änderungen der Ausnahme für Nebentätigkeiten dringend erforderlich sind. In diesem Zusammenhang stellt die Kommission fest, dass wichtige Verhaltensregeln, insbesondere in Bezug auf Marktmissbrauch und Positionslimits, bereits unabhängig vom Status von Handelsunternehmen als Wertpapierfirmen gelten.

Sollte zu einem späteren Zeitpunkt eine Überarbeitung der Ausnahme für Nebentätigkeiten in Betracht gezogen werden, die dazu führen könnte, dass mehr Unternehmen der Zulassung und Aufsicht als Wertpapierfirmen unterliegen, erscheint eine maßgeschneiderte Aufsichtsregelung, die auf das Risikoprofil von Unternehmen abgestimmt ist, welche auf Märkten für Warenderivate tätig sind, angemessener. Ungeachtet dessen könnte die Kommission, wie von einigen Interessenträgern vorgeschlagen, in Erwägung ziehen, dass alle auf den Märkten für Warenderivate tätigen Unternehmen den zuständigen nationalen Behörden bei Aufnahme und Einstellung ihrer Geschäftstätigkeit eine einmalige Meldung übermitteln sollten, um den Aufsichtsbehörden einen besseren Überblick über die Identität der Marktteilnehmer zu verschaffen. Dies gilt auch für Unternehmen, die im Handel mit EUA oder EUA-Derivaten tätig sind.

## 4. POSITIONSLIMITS, POSITIONSMANAGEMENTKONTROLLEN UND POSITIONSMELDUNGEN

*Rolle und Funktionsweise von Positionslimits und Positionsmanagementkontrollen*

Positionslimits sind ein grundlegendes Merkmal der Vorschriften für den Handel mit Warenderivaten in der EU. Durch sie wird die Höhe einer Nettoposition, die eine Person zu jedem Zeitpunkt in bestimmten Warenderivatkontrakten halten kann, beschränkt und es wird mit ihnen ein doppeltes Ziel verfolgt, nämlich i) einen geordneten Handel und eine geordnete Abwicklung zu gewährleisten und ii) Marktmanipulation zu verhindern.

Positionslimits werden von den zuständigen nationalen Behörden nach den in der Delegierten Verordnung (EU) 2022/1302 festgelegten Grundsätzen und unter Berücksichtigung der Stellungnahme der ESMA festgelegt. Positionslimits gelten für börsengehandelte Derivate und wirtschaftlich gleichwertige Over-The-Counter-Kontrakte (EEOTC). Sie gelten nicht für Emissionszertifikate und Derivate von Emissionszertifikaten. Sie gelten nicht für C6-Ausnahmekontrakte, da solche Instrumente nicht unter die Finanzvorschriften fallen.

Die ursprüngliche Regelung für Positionslimits im Rahmen der MiFID II hat sich als zu restriktiv erwiesen. Daher wurde die Regelung zur Unterstützung der Entwicklung und Vertiefung der Märkte für Warenderivate im Jahr 2021 durch das CMRP erheblich gelockert. Konkret wurden durch das CMRP

- der Anwendungsbereich von Kontrakten, für die Positionslimits gelten, ausschließlich auf Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse sowie auf signifikante oder kritische Derivate auf nichtlandwirtschaftliche Waren beschränkt (Kontrakte gelten als signifikant oder kritisch, wenn der Umfang ihrer offenen Kontraktpositionen im Durchschnitt eines Jahres mindestens 300 000 handelbare Einheiten beträgt),

- die Ausnahme für Absicherungsgeschäfte auf Positionen von Finanzunternehmen ausgeweitet, die Teil einer überwiegend kommerziellen (d. h. nichtfinanziellen) Gruppe sind, und

- die Ausnahme auf Positionen ausgeweitet, die aus Geschäften resultieren, die abgeschlossen wurden, um die Verpflichtung zur Bereitstellung von Liquidität an einem Handelsplatz zu erfüllen.

Bislang unterliegen drei Derivatkontrakte auf nichtlandwirtschaftliche Waren einem Positionslimit: der an der ICE Endex und an der European Energy Exchange (EEX) gehandelte TTF-Derivatkontrakt, der an der EEX und an der ICE Endex gehandelte THE-Derivatkontrakt sowie der an der EEX gehandelte German-Power-Base-Kontrakt.

Personen, die infrage kommende Positionen halten und eine der oben genannten Ausnahmen in Anspruch nehmen möchten, müssen bei der zuständigen nationalen Behörde, die das Positionslimit für den betreffenden Warenderivatkontrakt festlegt, einen förmlichen Antrag stellen.

Die Angemessenheit der Funktionsweise der Regelung für Positionslimits sollte vor dem Hintergrund bewertet werden, dass Handelsplätze in anderen Rechtsordnungen insgesamt eine größere Rolle bei der Anpassung, Anwendung und Überwachung von Positionslimits spielen. In den USA beispielsweise steht es Handelsplätzen bei Kontrakten, die keinen von

der Commodities and Futures Trading Commission (CFTC) festgelegten föderalen Positionslimits unterliegen, frei, die Positionslimits nach eigenem Ermessen festzulegen. Ebenso spielen Handelsplätze eine größere Rolle bei der Gewährung von Ausnahmeregelungen für Absicherungsgeschäfte und anderen Ausnahmen für Marktteilnehmer, wobei die in der CFTC-Verordnung festgelegten Bedingungen zur Anwendung kommen.

Positionslimits werden durch Positionsmanagementkontrollen (Position Management Controls, im Folgenden „PMC“) ergänzt, wonach von Handelsplätzen verlangt wird, dass sie über Vorkehrungen verfügen, um offene Positionen von Marktteilnehmern zu überwachen und einen geordneten Handel an ihrem Handelsplatz zu gewährleisten. Die Verpflichtung zur Einrichtung von PMC hat einen breiteren Anwendungsbereich und gilt für alle Positionen in Warenderivaten, unabhängig davon, ob der Kontrakt einem Positionslimit unterliegt. Sie deckt alle Arten von Positionen ab, einschließlich Positionen, die zu Absicherungszwecken eingegangen werden. Ziel der PMC ist es, Handelsplätze in die Lage zu versetzen, das Entstehen großer, konzentrierter Positionen zu erkennen, die zu Preisverzerrungen, Marktmanipulation oder anderen missbräuchlichen Handelspraktiken führen könnten. Gemäß Artikel 57 Absatz 8 der MiFID II sollten die Kontrollen mindestens die Befugnis umfassen,

- offene Kontraktpositionen zu überwachen,
- umfassende Informationen über die eingegangenen Positionen einzuholen, einschließlich, aber nicht beschränkt auf die Größe und den Zweck der Positionserstellung,
- die Position aufzulösen oder zu reduzieren sowie
- vom Positionsinhaber zu verlangen, in bestimmten Situationen Liquidität in den Markt zurückfließen zu lassen.

Darüber hinaus wurde mit der Delegierten Verordnung (EU) 2022/1299 der Kommission zur Ergänzung der MiFID II[18] für Kontrakte, die physisch abgewickelt werden können, die Verpflichtung eingeführt, Rechenschaftswerte festzulegen, deren Zweck darin besteht, den Dialog mit dem Positionsinhaber einzuleiten, wenn bestimmte qualitative oder quantitative Schwellenwerte überschritten werden. Handelsplätze sollten alle Einzelheiten ihrer PMC an ihre zuständigen nationalen Behörden übermitteln, einschließlich der Anzahl der Fälle, in denen Rechenschaftswerte erreicht wurden.

Schließlich umfasst die Meldung von Positionen nach Artikel 58 Absatz 3 der MiFID II die Verpflichtung der Marktteilnehmer, Informationen über Positionen an Handelsplätze zu übermitteln. Eines der Ziele dieser Anforderung besteht darin, Handelsplätzen die für die Erfüllung ihres Positionsmanagementmandats erforderlichen Informationen zur Verfügung zu stellen. Die Marktteilnehmer sind somit verpflichtet, den Handelsplätzen, an denen sie handeln, die Einzelheiten ihrer Positionen in den an diesem Handelsplatz gehandelten Kontrakten zu übermitteln. Die an Handelsplätze übermittelten Informationen umfassen jedoch weder Positionen in identischen Kontrakten, die an anderen Handelsplätzen gehandelt werden, noch Positionen in OTC-Kontrakten, die sich auf denselben Basiswert beziehen. Es sei darauf hingewiesen, dass die britische Finanzaufsichtsbehörde (FCA) kürzlich die Möglichkeit geprüft hat, den Umfang der durch die Marktteilnehmer an Handelsplätze zu meldenden Kontrakte zu erweitern, jedoch

[18] Delegierte Verordnung (EU) 2022/1299 – EUR-Lex.

zu dem Schluss kam, dass eine solche Maßnahme für die Marktteilnehmer mit einem übermäßigen Aufwand verbunden wäre. Alternativ dazu beschloss die FCA, dass Handelsplätze im Rahmen ihres Mandats zur Positionsmanagementkontrolle die Befugnis erhalten sollten, Informationen über Positionen in einem breiteren Spektrum von OTC-Kontrakten anzufordern, wenn diese Positionen ein Risiko für den fairen und ordnungsgemäßen Handel ihrer Märkte darstellen[19].

*Rückmeldungen von Interessenträgern und Bewertung*

Im Rahmen der von der Kommission durchgeführten gezielten Konsultation wurden Rückmeldungen von Interessenträgern zu einer Vielzahl von Fragen zu Positionslimits, Positionsmanagementkontrollen und zur Berichterstattung eingeholt.

- *Positionslimits*

Eine große Mehrheit der Befragten, darunter Regulierungsbehörden und öffentlich-rechtliche Körperschaften, war der Ansicht, dass die derzeitige Regelung zu Positionslimits angemessen funktioniert und ihre Ziele – nämlich zur Verhinderung von Marktmissbrauch beizutragen und einen geordneten Handel zu gewährleisten – erreicht wurden. Die Interessenträger betonten, dass die CMRP-Reformen es ermöglicht hätten, die zuvor beobachteten negativen Auswirkungen auf Markttiefe und Liquidität abzumildern und die Maßnahme gezielter, verhältnismäßiger und effizienter zu gestalten. Insgesamt waren die Interessenträger der Ansicht, dass die aktuelle Regelung zu Positionslimits unter den gegenwärtigen Rahmenbedingungen weder negative Auswirkungen auf die Marktliquidität noch auf die Fähigkeit der Marktteilnehmer zur Absicherung ihrer Positionen hatte, was auf eine gut funktionierende Ausnahmeregelung für Absicherungsgeschäfte zurückzuführen ist. Insbesondere wiesen mehrere Befragte darauf hin, dass sich die besser abgestimmte Ausnahmeregelung für Absicherungsgeschäfte nach dem CMRP während der Energiekrise als besonders nützlich erwiesen und eine effiziente Absicherung ermöglicht habe.

Die von der Kommission auf der Grundlage der täglichen Positionsdaten der zuständigen nationalen Behörden in TTF-Derivaten durchgeführte Untersuchung zeigt, dass die Positionen einiger Marktteilnehmer zwar zeitweise nahe an die Obergrenzen heranreichten, diese Positionen jedoch systematisch zurückgingen, bevor sie diese Obergrenzen überschreiten konnten. Nach Ansicht der Kommission ist dies ein Beleg dafür, dass die Positionslimits ordnungsgemäß funktionieren und auf einem sinnvollen Niveau festgelegt sind.

Die Kommission stellt ferner fest, dass Positionslimits dazu beitragen können, eine übermäßige Marktkonzentration zu vermeiden. In diesem Zusammenhang stellt die Kommission fest, dass die Konzentration der Positionen auf dem TTF-Derivatemarkt stetig zurückgegangen ist: Während die zehn größten Marktteilnehmer im Juli 2022 noch rund 50 % aller Long-Positionen hielten, lag dieser Anteil Ende 2024 bei etwa 35 %[20].

Die Mehrheit der Befragten, einschließlich der meisten öffentlich-rechtlichen Körperschaften, waren der Ansicht, dass weder der Umfang der durch Positionslimits

[19] Anlass für diese Konsultation waren unter anderem die Ereignisse an der Londoner Metallbörse im März 2022, die mit dem Aufbau großer Positionen am OTC-Markt zusammenhingen, welche für die Betreiber von Handelsplätzen nicht sichtbar waren und somit deren Fähigkeit beeinträchtigten, ihrem Mandat zum Positionsmanagement nachzukommen.

[20] Quelle: EEX- und ICE-Daten für den Sommer 2022 und 2024.

erfassten Kontrakte noch die Art der erfassten Positionen geändert werden müssen. Die Befragten lehnten zudem nahezu einstimmig den Vorschlag im Draghi-Bericht ab, Positionslimits nach Arten von Händlern zu differenzieren. Die Kommission ist der Auffassung, dass angesichts der bestehenden Ausnahme für Absicherungsgeschäfte in der MiFID II, wonach Nichtfinanzunternehmen bereits eine gewisse Flexibilität eingeräumt wird, und des nicht zu vernachlässigenden Risikos, dass der Rahmen unnötig komplex wird, keine Notwendigkeit erkennbar ist, die Regelung zu Positionslimits nach Art des Marktteilnehmers weiter zu differenzieren.

Einige Interessenträger aus der Industrie wiesen darauf hin, dass die Verfahren für die Beantragung und Gewährung von Ausnahmen für Absicherungsgeschäfte oder eine Liquiditätszufuhr aufwendig seien. Von den Befragten schlugen 57 % vor, diese Aufgaben auf Handelsplätze zu übertragen. Fünf Handelsplätze und zwei Börsenverbände stimmten diesem Vorschlag jedoch nicht zu. Darüber hinaus wiesen zwei Regulierungsbehörden darauf hin, dass die Rolle von Handelsplätzen nicht auf die Festlegung von Positionslimits selbst ausgeweitet werden sollte, insbesondere aufgrund widersprüchlicher geschäftlicher Interessen zwischen Handelsplätzen, an denen derselbe Kontrakt gehandelt wird. Auch die Kommission sieht in letzterem Fall Herausforderungen und ist daher der Auffassung, dass eine Übertragung von Aufgaben im Zusammenhang mit der Festlegung von Positionslimits nicht in Betracht gezogen werden sollte. Dennoch scheint es, dass der Prozess der Gewährung von Ausnahmen für Absicherungsgeschäfte oder die Liquiditätszufuhr möglicherweise flexibler gestaltet werden könnte, indem bestimmte Aufgaben, wie die Bearbeitung von Anträgen und die Validierung von Anträgen auf Ausnahmen, an Handelsplätze delegiert werden, insbesondere wenn kein oder nur ein geringer Ermessensspielraum erforderlich ist.

Schließlich äußerten zwei Befragte Bedenken hinsichtlich der Anwendung der Regelung der EU zu Positionslimits auf Positionen, die an Handelsplätzen in Drittländern eingegangen wurden, sowie hinsichtlich des damit verbundenen potenziellen Risikos einer Umgehung dieser Regelung. Die derzeitige MiFID-Regelung für Positionslimits kann in Bezug auf Positionen, die EU-Wertpapierfirmen und ihre Kunden an Handelsplätzen in Drittländern eingehen, die den Handel mit wirtschaftlich gleichwertigen Warenderivatkontrakten anbieten, und in Bezug auf den Umfang, in dem solche Positionen gemeldet und auf Positionslimits angerechnet werden sollten, mit Rechtsunsicherheit behaftet sein, wenn diese Kontrakte in der EU Positionslimits unterliegen. Dies könnte zu ungleichen Wettbewerbsbedingungen zwischen Handelsplätzen in der EU und in Drittländern beitragen und potenzielle Anreize für den Handel mit wirtschaftlich gleichwertigen Derivaten an Handelsplätzen in Drittländern statt an EU-Handelsplätzen schaffen.

- *Positionsmeldung und Positionsmanagementkontrollen*

In Bezug auf die Positionsmeldung äußerten mit einer Ausnahme alle Befragten Bedenken hinsichtlich möglicher Verpflichtungen für Marktteilnehmer, OTC-Positionen systematisch an Handelsplätze zu melden, um deren Mandat zur Positionsmanagementkontrolle zu unterstützen. Die Befragten weisen auf einen potenziell erheblichen Aufwand und die Risiken hin, dass dies zu einem unangemessenen Austausch sensibler Geschäftsinformationen führen könnte. Die Interessenträger empfehlen vielmehr eine effizientere Nutzung der vorhandenen gemeldeten Daten. Rund 10 % der Befragten (insbesondere drei öffentlich-rechtliche Körperschaften) schlugen vor, dass die Meldung von EEOTC-Positionen auf alle Marktteilnehmer ausgeweitet werden und daher für Nicht-

Wertpapierfirmen gelten sollte, insbesondere um eine angemessene Durchsetzung der Positionslimits sicherzustellen.

Mehrere der Interessenträger, die sich gegen eine systematische Meldung von OTC-Positionen an Handelsplätze aussprachen, vertraten jedoch die Auffassung, dass Handelsplätze die Möglichkeit haben sollten, zusätzliche Positionsdaten zu einem breiteren Spektrum von OTC-Kontrakten anzufordern, wenn Positionen in solchen Kontrakten den Preis von an demselben Handelsplatz gehandelten Kontrakten beeinflussen können, und zwar nur unter bestimmten Umständen, wie beispielsweise in Zeiten von Marktstress oder erhöhtem Risiko (im Gegensatz zu einer systematischen Meldung). Die Kommission ist der Ansicht, dass dies die Fähigkeit der Handelsplätze zur Durchführung ihrer Positionsmanagementkontrollen verbessern und dazu beitragen könnte, einen geordneten Handel zu überwachen und letztlich die Märkte vor Risiken für die Finanzstabilität zu schützen, während die Umsetzungskosten im Vergleich zu einer systematischen Meldung von OTC-Positionen an die Handelsplätze geringer wären.

Rund 85 % der Befragten waren der Auffassung, dass die Finanz- und Energieaufsichtsbehörden umfassenden Zugang zu ihren jeweiligen Datensätzen haben sollten (z. B. sollten die nationalen Regulierungsbehörden Zugang zu MiFID/R-Daten haben, während die zuständigen nationalen Behörden Zugang zu C6-Ausnahme- und Spotmarktdaten haben sollten). Die Kommission geht davon aus, dass dies durch eine vereinfachte Zusammenarbeit und einen besseren Datenaustausch erreicht werden könnte (siehe Abschnitt „Daten“).

Schließlich gingen die Meinungen der Interessenträger hinsichtlich einer möglichen Ausweitung der Meldepflicht für Endbegünstigte von Positionen, die von Nicht-EU-Marktteilnehmern gehalten werden, auseinander. Zwar waren sich die Befragten (insbesondere diejenigen mit Sitz in der EU) insgesamt über den Mehrwert solcher Informationen einig, doch wiesen drei Befragte auf den damit verbundenen zusätzlichen Aufwand sowie auf mögliche Herausforderungen bei der Gewährleistung der Einhaltung der Vorschriften durch Marktteilnehmer außerhalb der EU hin. Die Regulierungsbehörden sprachen sich nachdrücklich dafür aus, diese Berichterstattungslücke zu schließen, auch in Bezug auf Transaktionsdaten. Zwei Finanzregulierungsbehörden und eine Energieregulierungsbehörde betonten, dass das derzeitige System eine ordnungsgemäße Aufsicht behindere und zu potenziellen systemischen Schwachstellen führe. Es sei darauf hingewiesen, dass in den derzeitigen Regelwerken wichtiger Handelsplätze für Warenderivate (insbesondere Energiederivate) bereits die Bereitstellung solcher Informationen vorgeschrieben ist, insbesondere um die Meldepflichten im Rahmen der REMIT-Verordnung zu erfüllen.

*Fazit der Bewertung durch die Kommission*

Insgesamt ist die Kommission der Auffassung, dass die derzeitige Regelung für Positionslimits ihre Aufgaben angemessen erfüllt. Es gibt keine eindeutigen Anhaltspunkte dafür, dass die Regelung verschärft oder gelockert werden müsste. Die Kommission geht ferner davon aus, dass die mit dem CMRP eingeführten Änderungen zu einer weiteren Vertiefung der Märkte für Warenderivate, insbesondere im Segment der Energiederivate, beigetragen haben.

Die Kommission ist der Ansicht, dass eingehender geprüft werden könnte, unter welchen Bedingungen Handelsplätze mit weitreichenderen, aber klar umrissenen Zuständigkeiten im Zusammenhang mit der Gewährung von Ausnahmen für die Absicherung und

Liquiditätszufuhr sowie möglicherweise Ad-hoc-Ausnahmen betraut werden könnten, um die Maßnahme flexibler zu gestalten und besser auf Marktentwicklungen reagieren zu können und gleichzeitig eine umfassende Befugnisübertragung weg von den Regulierungsbehörden zu vermeiden. Es müssten spezifische Schutzvorkehrungen getroffen werden, beispielsweise eine systematische (und dennoch gezielte) Berichterstattung an die zuständigen nationalen Behörden sowie regelmäßige Überprüfungen durch diese, um Interessenkonflikte zu vermeiden und den Aufsichtsbehörden einen umfassenden Überblick über die bestehenden Ausnahmeregelungen zu verschaffen. Die Kommission hält es jedoch nicht für angemessen, die Befugnis zur Festlegung von Positionslimits auf Handelsplätze zu übertragen.

Was die Anwendung von Positionslimits auf Positionen betrifft, die an Handelsplätzen außerhalb der EU eingegangen wurden, hat die Kommission im Rahmen des Pakets zur Marktintegration und -aufsicht vorgeschlagen, klarzustellen, dass Positionen, die von EU-Wertpapierfirmen und ihren Kunden in wirtschaftlich gleichwertigen Kontrakten gehalten werden, welche außerhalb eines EU-Handelsplatzes gehandelt werden, bei der Beurteilung der Einhaltung der Regelung zu Positionslimits gemäß der MiFID berücksichtigt werden sollten. Dadurch wäre eine einheitliche Behandlung von Positionen in Kontrakten, die an EU-Handelsplätzen, an Nicht-EU-Handelsplätzen und außerbörslich gehandelt werden, sichergestellt. Diese Klarstellung steht im Einklang mit den im Draghi-Bericht hervorgehobenen politischen Zielen der strategischen Autonomie und der Wettbewerbsfähigkeit der EU, nämlich gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle Handelsplätze zu schaffen, Anreize für den Handel außerhalb der EU zu beseitigen und eine mögliche Umgehung von EU-Vorschriften zu verhindern. Außerdem wird damit Rechtssicherheit für die Marktteilnehmer geschaffen und die mit Rechtsunsicherheit verbundenen Kosten sinken.

Um Handelsplätze bei der Erfüllung ihres Mandats zum Positionsmanagement zu unterstützen und für faire und geordnete Märkte zu sorgen, könnte die Kommission weiter prüfen, unter welchen Bedingungen Handelsplätzen erweiterte Kontrollbefugnisse im Bereich des Positionsmanagements übertragen werden könnten, damit sie auf Ad-hoc-Basis und unter bestimmten Umständen Informationen über die Positionen ihrer Marktteilnehmer in einem breiteren Spektrum von OTC-Kontrakten für die von ihnen zum Handel angebotenen Warenderivate sowie über die zugehörigen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten in der zugrunde liegenden Ware anfordern können. Diese Befugnis sollte sich auf alle OTC-Kontrakte erstrecken, die in der Lage sind, die Preisbildungs- oder Abrechnungsbedingungen des betreffenden Kontrakts am Handelsplatz in der EU zu beeinflussen. Durch diesen Vorschlag würde es zudem ermöglicht, die EU-Vorschriften besser auf die Schlussfolgerungen der IOSCO in einem kürzlich veröffentlichten Bericht über die Regulierung und Beaufsichtigung der Märkte für Warenderivate[21] abzustimmen, in dem empfohlen wurde, weitere Maßnahmen zu ergreifen, um die Möglichkeiten der Börsen zu verbessern, Informationen über die Positionen der Marktteilnehmer bei entsprechenden OTC-Warenderivaten und auf den zugrunde liegenden physischen Warenmärkten zu erhalten. Die Kommission ist jedoch der Ansicht, dass eine Verpflichtung der Marktteilnehmer, ihre Positionen auf dem zugrunde liegenden Markt und in einer Vielzahl von OTC-Kontrakten systematisch an Handelsplätze zu melden, aufgrund des mit einer solchen Maßnahme verbundenen Aufwands nicht verhältnismäßig wäre. Aus demselben Grund scheint es nicht angemessen, den Aufsichtsbehörden über die Meldung von EEOTC-Positionen durch Wertpapierfirmen hinaus alle Positionen an den

[21] https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD781.pdf.

zugrunde liegenden Märkten oder in OTC-Kontrakten zu melden. Um jedoch gleiche Wettbewerbsbedingungen für die verschiedenen Arten von Marktteilnehmern zu schaffen, könnte die Kommission prüfen, ob die Meldung von EEOTC-Positionen auf alle Marktteilnehmer ausgeweitet werden könnte[22], um eine angemessene Durchsetzung der Positionslimits zu gewährleisten.

Schließlich könnte die Kommission prüfen, inwieweit eine zusätzliche Verpflichtung für Marktteilnehmer aus Drittländern, Angaben zu den Endbegünstigten zu übermitteln, sinnvoll wäre, um die Lücke in der derzeitigen Positionsmeldung zu schließen.

## 5. SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die Stellungnahmen der Interessenträger sowie die anschließende Bewertung der Kommission auf der Grundlage der Analyse der Marktentwicklungen deuteten nicht auf eine dringende Notwendigkeit hin, wesentliche Änderungen an den überprüften Elementen des Rahmens für Warenderivate vorzunehmen, auch wenn bestimmte gezielte Änderungen zukünftig in Betracht gezogen werden könnten.

[22] Das heißt, über Wertpapierfirmen und Nicht-Wertpapierfirmen hinaus, die über eine Wertpapierfirma Geschäfte tätigen.