

CLIMATE CHANGE

04/2016

Implikationen der Marktregulierung im Kohlenstoffmarkt

CLIMATE CHANGE 04/2016

Umweltforschungsplan des
Bundesministeriums für Umwelt,
Naturschutz, Bau und Reaktorsicherheit

Forschungskennzahl 3713 41 504
UBA-FB 002183

Implikationen der Marktregulierung im Kohlenstoffmarkt

von

Dominik Glock, Dr. Klaus Wallner, Patrick Runge
FutureCamp Climate GmbH, München

Uwe M. Erling, Lukas Riedinger
Noerr LLP, München

Im Auftrag des Umweltbundesamtes

Impressum

Herausgeber:

Umweltbundesamt
Wörlitzer Platz 1
06844 Dessau-Roßlau
Tel: +49 340-2103-0
Fax: +49 340-2103-2285
info@umweltbundesamt.de
Internet: www.umweltbundesamt.de

 /umweltbundesamt.de

 /umweltbundesamt

Durchführung der Studie:

FutureCamp Climate GmbH
Aschauerstr. 30
81549 München

Abschlussdatum:

Juni 2014

Redaktion:

Fachgebiet E 2.3 Ökonomische Grundsatzfragen des Emissionshandels,
Monitoring, Auswertungen

Publikationen als pdf:

<http://www.umweltbundesamt.de/publikationen/implikationen-der-marktregulierung-im>

ISSN 1862-4359

Dessau-Roßlau, Februar

2016

Das diesem Bericht zu Grunde liegende Vorhaben wurde mit Mitteln des Bundesministeriums für Umwelt, Naturschutz, Bau und Reaktorsicherheit unter der Forschungskennzahl 3713 41 504 fördert. Die Verantwortung für den Inhalt dieser Veröffentlichung liegt bei den Autorinnen und Autoren.

1.1.1.1.4 Kurzbeschreibung

Um den wachsenden Anforderungen an Handelsmärkte gerecht zu werden, hat die EU schrittweise eine Reihe von Regelungen im Bereich der Marktaufsicht angepasst und erweitert, die sich auch auf den EU-Emissionshandel auswirken. Die bedeutendste Änderung für den EU-Emissionshandel ist dabei die Einordnung von Emissionsrechten¹ unter den Begriff der Finanzinstrumente. Dadurch wird der Emissionshandel in Zukunft grundsätzlich den in der europäischen Finanzmarktrichtlinie (MiFID II; Markets in Financial Instruments Directive) festgelegten Regularien der Finanzmarktordnung unterfallen.

Neben MiFID II wurden auch die Regelungen gegen Marktmissbrauch (CRIM-MAD/MAR; Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse/Regulation on Market Abuse) sowie Regelungen zur Verhinderung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung (sogenannte 4. Anti-Geldwäsche Richtlinie) überarbeitet. Zudem wurde mit dem Erlass der Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR; European Market Infrastructure Regulation) ein umfangreiches Regelwerk zur Regulierung des Derivate-Markts geschaffen.

Bis auf die 4. Anti-Geldwäsche Richtlinie sind alle Regelwerke bereits in Kraft getreten. Soweit möglich, werden die neuen Regelungen sowie ihre potentiellen Auswirkungen auf die einzelnen Marktteilnehmer und Marktplätze in diesem Papier zusammenfassend dargestellt, diskutiert und vorläufig bewertet.

Die konkrete Ausgestaltung einiger insbesondere auch für den Emissionshandel relevanter Punkte der MiFID II sowie der MAR befindet sich derzeit noch in einem Konsultations- und Gesetzgebungsprozess unter Koordination der ESMA (European Securities and Markets Authority), weshalb eine abschließende Beurteilung der Änderungen des regulatorischen Rahmens in diesem Papier nur bedingt möglich ist. Die Vorschriften der MiFID II werden ab 2017 europaweit Geltung finden.

¹ Im Rahmen dieses Papiers wird der Überbegriff „Emissionsrecht“ für „Emissionsberechtigung“ (European Union Allowance, EUA) und „Internationale Gutschrift“ (Certified Emissions Reduction, CER sowie Emissions Reduction Unit, ERU) verwendet.

1.1.1.1.5 Abstract

In order to accommodate the growing needs of the trading markets, the EU has successively adapted and broadened the regulations concerning market surveillance that also affect the EU ETS. The most important change for the EU ETS is the classification of emission allowances as financial instruments. Therefore, in the future, emissions trading will be subject to the European financial regulation (MiFID II; Markets in Financial Instruments Directive).

Apart from MiFID II, also the regulations against market abuse (CRIM-MAD/MAR; Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse/Regulation on Market Abuse) as well as against money laundering and financing of terrorism (so-called 4th Anti-Money-Laundering Directive) have been revised. Additionally, an extensive framework for the regulation of the derivative market has been created by issuing the European Market Infrastructure Regulation (EMIR).

Except for the Anti-Money-Laundering Directive, all regulations have already entered into force. As far as possible, the new regulations and their potential effect on the market participants and the trading venues will be summarised and discussed in this paper.

The specific details of some of the relevant topics of MiFID II and MAR are still in the process of consultation coordinated by ESMA (European Securities and Markets Authority). Therefore, a final assessment of the changes of the regulatory framework is only possible to a limited extent. The provisions of MiFID II will be applied across the EU from 2017.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	8
Tabellenverzeichnis.....	9
Abkürzungsverzeichnis.....	10
Zusammenfassung	12
Summary	17
1 Einführung und Struktur des Arbeitspapiers.....	22
2 Risikopotentiale im EU-Emissionshandel	24
2.1 Ziele eines Handelsmarktes und dessen Voraussetzungen	24
2.2 Risikopotentiale im EU-Emissionshandel.....	25
2.3 Primärrisiken	26
2.3.1 Informationsprobleme.....	26
2.3.2 Marktmissbrauch.....	26
2.3.3 Betrug.....	27
2.3.4 Liquiditätsprobleme.....	28
2.3.5 Akzeptanzprobleme/Vertrauen	28
2.4 Sekundärrisiken	29
2.4.1 Steigende Transaktionskosten.....	29
2.4.2 Erschwerter Marktzugang	29
2.4.3 Sinkende Liquidität.....	29
2.4.4 Steigende Marktmacht	29
2.4.5 Sinkende Akzeptanz/Vertrauen.....	30
3 Darstellung und Analyse der diskutierten Rechtsakte	31
3.1 MiFID II & MiFIR	31
3.1.1 Anwendungsbereich.....	34
3.1.2 Ausnahmen	38
3.1.3 Transparenzvorschriften und Meldung von Geschäften	42
3.1.4 Feststellung Kundeneignung.....	44
3.1.5 Aufzeichnungspflicht	45
3.1.6 Handelssysteme	46
3.1.7 Positionsmeldungen	50
3.2 „Marktmissbrauchsrichtlinie/VO“ (CRIM-MAD/MAR)	52
3.3 „Vierte Geldwäsche-Richtlinie“	55
3.4 EMIR.....	59
3.4.1 Clearingpflicht.....	60

3.4.2	Risikominderungstechniken	61
3.4.3	Meldepflichten	62
4	Marktplätze	65
4.1	Primärmarkt	65
4.1.1	Kostenlose Zuteilung	65
4.1.2	Auktionen.....	65
4.1.3	CDM/JI-Projekte	66
4.2	Sekundärmarkt	66
4.2.1	Börsen	66
4.2.2	Over-the-Counter (OTC)	67
5	Marktteilnehmer	68
5.1	Finanzsektor	68
5.2	Energieversorgungsunternehmen	70
5.3	Industrieunternehmen	72
5.4	Dienstleistungsunternehmen	72
6	Schlussfolgerung und Empfehlungen	76
7	Quellenverzeichnis.....	78

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Einfluss der geplanten Einordnung der Emissionsrechte als Finanzinstrumente	25
--------------	--	----

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Potentielle Risiken im EU-Emissionshandel.....	26
Tabelle 2:	Gestaltungsmöglichkeiten nach Verabschiedung von MiFID II.....	33

Abkürzungsverzeichnis

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AMLD	Anti-Money-Laundering Directive
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.
CCP	Central Counterparty
CDM	Clean Development Mechanism
CEP	Centrum für Europäische Politik
CER	Certified Emission Reductions
CRD	Capital Requirements Directive
CRIMMAD	Marktmissbrauchsrichtlinie
DAI	Deutsches Aktieninstitut e.V.
DEHSt	Deutsche Emissionshandelsstelle
EFET	European Federation of Energy Traders
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
EU-EHS	Emissionshandelssystem der Europäischen Union
EUA	European Union Allowance
EU	Europäische Union
ERU	Emission Reduction Unit
EVU	Energieversorgungsunternehmen
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETS	Emissions Trading System
EWSA	Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss
EZB	Europäische Zentralbank
FATF	Financial Action Task Force
IETA	International Emissions Trading Association
JI	Joint Implementation
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
LSEG	London Stock Exchange Group
MAD	Market Abuse Directive
MAR	Market Abuse Regulation
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
MTF	Multilaterale Handelssysteme
OTC	Over-the-Counter
OTF	Organisierte Handelssysteme

SWMA	Sächsisches Staatsministerium für Wirtschaft, Arbeit und Verkehr
VDT	Verband Deutscher Treasurer e.V.

Zusammenfassung

Das übergeordnete Ziel des EU-EHS ist die sichere Begrenzung und gleichzeitig effiziente Absenkung der Emissionen erfasster Sektoren in der EU auf eine vorgegebene Höchstmenge. Um dieses Ziel zu erreichen, wurde ein Handelsmarkt etabliert. Ziel dieses Handelsmarktes ist es, durch die Handelbarkeit von Emissionsrechten und den dadurch gefundenen Preis der Berechtigungen Emissionen dort zu vermeiden, wo dies am kostengünstigsten möglich ist. Um die Funktionsfähigkeit eines Marktes zu gewährleisten, bedarf es der Schaffung dafür relevanter Voraussetzungen. Im vorliegenden Papier wurden daher folgende grundlegende Parameter definiert, anhand derer die Funktionsfähigkeit eines Marktes beurteilt werden kann:

- ▶ Information/Transparenz
- ▶ Marktzugang
- ▶ Transaktionskosten
- ▶ Liquidität

Die Rahmenbedingungen für die Funktionsfähigkeit eines Marktes werden u.a. auch von der vorherrschenden Marktregulierung bestimmt, da sie unmittelbar die zuvor genannten Parameter beeinflusst. Dabei ist es primäre Aufgabe der Marktregulierung, betrügerische oder manipulative Geschäfte möglichst zu unterbinden und Bedingungen zu schaffen, die die Funktionsfähigkeit des Marktes fördern.

Um die Risiken, die der Funktionsfähigkeit eines Marktes entgegenstehen können, vor dem Hintergrund der Überarbeitung des europäischen Marktaufsichtsregimes besser zu differenzieren, wird in diesem Papier eine Unterteilung in Primär- und Sekundärrisiken vorgenommen.

Als Primärrisiken eines Marktes werden dabei solche verstanden, die aus den bestehenden Rahmenbedingungen eines Marktes resultieren. Als sekundäre Risiken werden diejenigen Risiken verstanden, die sich potentiell aus der Neu-Regulierung des Marktes ergeben können. Hinsichtlich des Emissionshandels betrifft dies v.a. die Überarbeitung der Finanzmarkttrichtlinie und die damit verbundene Entscheidung den Emissionshandel durch Einstufung der Emissionsrechte als Finanzinstrument der Finanzmarktregulierung zu unterwerfen. Als Sekundärrisiken werden hier daher dezidiert solche Risiken verstanden, die aus der Einführung der entsprechenden Regulierung der Primärrisiken entstehen können.

Folgende Übersicht zeigt die sich im Fokus befindenden Primär- und Sekundärrisiken:

Primärrisiken	Sekundärrisiken
Informationsprobleme	Steigende Transaktionskosten
Marktmissbrauch	Erschwerter Marktzugang
Betrug	Sinkende Liquidität
Liquiditätsprobleme	Steigende Marktmacht
Akzeptanzprobleme/Vertrauen	Sinkende Akzeptanz/Vertrauen

Am 20. Oktober 2011 brachte die Europäische Kommission einen Vorschlag für eine Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG („MiFID I“) in den europäischen Gesetzgebungsprozess ein („MiFID II“), der letztlich am 2. Juli 2014 in Kraft getreten ist. Ausgelöst durch die Ereignisse der Finanzkrise sollen damit Regelungslü-

cken des Finanzmarktrechts geschlossen bzw. bestehende Missstände durch strengere Vorgaben beseitigt werden. Der Regelungsbereich der Vorgängerrichtlinie MiFID I war zunächst (allein) auf den Finanzmarkt ausgerichtet. Im Bereich des Emissionshandels waren unter MiFID I nur Derivate auf Emissionsrechte als Finanzinstrument berücksichtigt (wobei teilweise Ausnahmetatbestände griffen).

Dies wird sich durch die MiFID II nun ändern. Durch die grundsätzliche Einordnung des Begriffs der Emissionsrechte unter den Begriff der Finanzinstrumente wird der Emissionshandel in Zukunft grundsätzlich den in der MiFID II festgelegten Regularien der Finanzmarktordnung unterfallen.

Für das bislang zweigeteilte Marktsystem des Emissionshandels, nämlich

- ▶ Börse und
- ▶ „Over-the-Counter“ (OTC)

bedeutet dies u.a. eine Eingliederung in das grundsätzlich dreiteilige Marktsystem der MiFID II, nämlich²:

- ▶ geregelte Märkte ,
- ▶ multilaterale Handelssysteme (Multilateral Trading Facilities, MTF) und
- ▶ organisierte Handelssysteme (Organised Trading Facility, OTF).

Die OTF stellt die Einführung einer neuen Handelsplattform dar. Damit soll letztlich erreicht werden, dass jedweder organisierte Handel möglichst vollumfänglich Regulierungsvorgaben unterworfen wird. Damit wird der unregulierte Handel zum Ausnahmefall.

Der allergrößte Teil des CO₂-Handels im EU-EHS wird bereits (und mit weiterhin steigender Tendenz) über Börsen abgewickelt (2013: ~85%) (Thomson Reuters Point Carbon 2014; S. 4). Der Emissionshandelsmarkt hat allerdings mittlerweile ein relevantes Handelsvolumen erreicht, bei dem es grundsätzlich sinnvoll ist, ihn auch in anderen Marktsegmenten einer stärkeren Regulierung zu unterwerfen. Dadurch wird ein noch größerer Kreis an Handelsgeschäften erfasst, was die Datenbasis in Bezug auf Marktinformationen verbessert und insbesondere Marktmanipulation erschwert. Dies soll auch weiteren Betrugsfällen und damit einem Akzeptanzverlust des Systems vorbeugen. Die Einführung des Reverse-Charge-Verfahrens in den meisten EU-Mitgliedstaaten konnte den in der Vergangenheit vorgefallenen Umsatzsteuerbeiträgen Einhalt gebieten, für einen flächendeckenden Schutz vor Umsatzsteuerkarussellen im EU-EHS wäre die Anwendung des Reverse-Charge-Verfahrens in allen EU-Mitgliedsstaaten notwendig. Betrügerische Praktiken wie Phishing- oder Hacker-Attacken wurden bereits durch die Sicherheitsvorkehrungen des Unionsregisters deutlich erschwert.

Die Einstufung als Wertpapierfirma und die damit verbundenen Pflichten sind mit einem relativ hohen Aufwand verbunden. Aufgrund der Erweiterung des Anwendungsbereichs der MiFID werden in Zukunft vermehrt Unternehmen MiFID-pflichtig, die in der Vergangenheit noch von Ausnahmetatbeständen profitiert haben. Dies trifft vor allem auf den Großteil der Dienstleistungsunternehmen und ggf. Broker und einige Handelshäuser zu. Gleichzeitig werden vormals unregulierte Handelsplattformen in den Einzugsbereich der MiFID aufgenommen. Davon umfasst ist also insbesondere der Marktbereich, der bisher OTC abgewickelt wurde. Für eben solche Unternehmen ist deshalb insbesondere die Ausgestaltung der Ausnahmeregelungen der MiFID II von Interesse.

² ESMA verweist auch auf Systematische Internalisierer, diese stellen aber keinen Handelsplatz im Sinne MiFID II dar. Im weiteren Verlauf des Dokuments wird nicht weiter auf Systematische Internalisierer eingegangen.

Banken und große EVU werden hingegen nur bedingt von den Änderungen betroffen sein, da sowohl die handelsaktiven großen EVU als auch die meisten Banken aufgrund ihrer Aktivitäten im Derivate-Handel bereits MiFID-Anforderungen erfüllen müssen. Allerdings kommen weitere Erfordernisse in Bezug auf ihre Rolle als Intermediär hinzu, und zwar in Bezug auf mögliche Handelspartner.

Bei der Gestaltung der Regularien sollte beachtet werden, dass denjenigen Unternehmen, die eine Anlage im Rahmen des EU-EHS betreiben, nach wie vor ein unkomplizierter Marktzugang ermöglicht wird. Denn der allergrößte Anteil dieser Unternehmen handelt nur im Rahmen der Erfordernisse des EU-EHS und stellt – insbesondere auch Handelsvolumina betreffend – keinerlei Gefährdung für den Gesamtmarkt oder einzelne Marktteilnehmer dar.

Zudem ist es sinnvoll, auch weiterhin Handelsgeschäfte zu ermöglichen, die dazu dienen, Produktionsplanungen preislich abzusichern, ohne per se in den Anwendungsbereich der MiFID zu fallen. Dies ist insbesondere für EVU wichtig, die ihre Stromproduktion teilweise Jahre im Voraus verkaufen und (um Preissicherheit zu haben) zeitgleich Emissionsrechte einkaufen.

Zur Abmilderung der Sekundärrisiken wurden daher Ausnahmen für folgende Handelskategorien geschaffen, die es insbesondere den emissionshandelspflichtigen Anlagenbetreibern ermöglichen sollen, nach wie vor mit möglichst geringen Barrieren handeln zu können:

- ▶ Handel ausschließlich für Mutter-/Tochterunternehmen
- ▶ Handel von emissionshandelspflichtigen Anlagenbetreibern (nicht im Kundenauftrag)
- ▶ Handel auf eigene Rechnung (nicht im Kundenauftrag)
- ▶ Handel als Nebentätigkeit

Eine vorläufige Bewertung der genannten Ausnahmetatbestände ergibt, dass Anlagenbetreiber unter bestimmten Voraussetzungen nach wie vor vom Anwendungsbereich der MiFID ausgenommen sein werden, sofern sie so genannten Eigenhandel betreiben. Ein wesentlicher Punkt der Überarbeitungen der Ausnahmetatbestände betrifft jedoch den Handel im Kundenauftrag. Nach den neuen Vorgaben wird ein Unternehmen nun grundsätzlich dann in den Anwendungsbereich der MiFID fallen, sobald es Aufträge für Kunden durchführt. Dies wird v.a. solche Unternehmen treffen, die als Intermediär im Markt auftreten, also im Auftrag von Anlagenbetreibern Handel betreiben. In der Tat nutzen vor allem kleinere und mittlere Anlagenbetreiber oft keinen direkten Marktzugang zum Erwerb oder Verkauf von Berechtigungen; vielmehr beauftragen sie ein Dienstleistungs- oder Beratungsunternehmen mit den notwendigen Handelstätigkeiten und nutzen daher gerade diesen indirekten Marktzugang, in dem Handel im Auftrag von Kunden durchgeführt wird. Gerade EH-pflichtige KMU handeln in der Regel einmal pro Jahr eine relativ geringe Menge (üblicherweise 1.000 – 10.000 t). Allerdings sind die Dienstleistungsunternehmen, die deren Marktzugang ermöglichen, in den meisten Fällen nicht eigentumsrechtlich mit dem Anlagenbetreiber verflochten; der Großteil davon erfüllt auch die MiFID-Anforderungen nicht. Oftmals sind es kleine Dienstleistungsunternehmen, die auch in anderen Bereichen für den Anlagenbetreiber tätig sind, z.B. im Rahmen der Emissionsberichterstattung. Nach jetzigem Stand würden diese Dienstleistungsunternehmen unter den Anwendungsbereich der MiFID II fallen. Hier wird ein relativ großes Risiko gesehen, dass diese Unternehmen in Zukunft davon absehen könnten, ihren Kunden die Handelsdienstleistungen weiter anzubieten.

Um die Möglichkeiten der Preisinformation zu erhöhen und somit das Risiko der Marktmanipulation bzw. des Betrugs zu Ungunsten weniger informierter Marktteilnehmer zu minimieren, müssen Wertpapierfirmen und die verschiedenen Marktplätze unter MiFID II bestimmte Vorschriften zur Transparenz und zur Meldung von Geschäften erfüllen. Diese Maßnahmen

sollen dazu dienen, bei den Marktteilnehmern die Preisunsicherheit zu minimieren und für eine höhere Akzeptanz des Handelssystems zu sorgen.

Geregelte Märkte sind von den Transparenzvorschriften betroffen, allerdings ist davon auszugehen, dass es sie vor keine Probleme stellen wird, die Anforderungen zu erfüllen.

Was Intermediäre und somit den OTC-Markt angeht, so spielt es hier eine große Rolle, welche Marktteilnehmer von den MiFID-Regelungen ausgenommen werden. Für einige Marktteilnehmer könnten die Vorschriften eine zu hohe Hürde für die weitere Teilnahme am Emissionshandelsmarkt darstellen.

Darüber hinaus wurden unter MiFID II Vorschriften in Bezug auf die Feststellung der Kundeneignung, die Aufzeichnungspflicht sowie zu Positionsmeldungen eingeführt bzw. erweitert.

Am 2. Juli 2014 trat das Paket für ein neues Marktmissbrauchsregime, bestehend aus einer Marktmissbrauchsrichtlinie („CRIM-MAD“) und einer Marktmissbrauchsverordnung („MAR“) in Kraft. Eine zentrale Neuerung des neuen Marktmissbrauchsregimes ist die Ausweitung des Anwendungsbereichs auf Emissionsrechte, indem diese als „Finanzinstrumente“ im Sinne der MiFID II verstanden werden. Nachdem sich die Vorschriften auf den Umgang mit Finanzinstrumenten stützen, bedeutet dies die generelle Geltung der gesamten Legislativakte auch für Emissionsrechte. Bei dem Umgang mit Emissionsrechten werden deshalb in Zukunft – wie bei allen anderen Arten von Finanzinstrumenten – die zentralen Verbote der vorsätzlichen Begehung

- ▶ des Insiderhandels,
- ▶ der Marktmanipulation und
- ▶ der unrechtmäßigen Offenlegung von Insider-Informationen

zu beachten sein.

Zwar gilt das neue Marktmissbrauchsregime durch die Erweiterung des Anwendungsbereichs gleichermaßen auch für das EU-EHS, jedoch sind, aufgrund der Besonderheiten der Emissionsrechte als Finanzinstrumente und der strukturellen Unterschiede des Emissionshandelsmarkts zum regulären Finanzmarkt, vereinzelte Sondervorschriften von Nöten. So gelten die CRIM-MAD/MAR nicht für offizielle Stellen, denen Verantwortung im Rahmen der EU-Klimapolitik zukommt. Die ab 2013 gängige Versteigerung von Emissionsberechtigungen ist nicht mit dem herkömmlichen Handel mit Wertpapieren zu vergleichen und wird deshalb ausdrücklich mit in den Anwendungsbereich und in einzelne Tatbestände übernommen. Für Emissionsrechte gilt eine spezifische Definition von Insider-Informationen und nachdem im Emissionshandel die Akteure des Marktes über die relevanten Informationen verfügen und es keine Emittenten im klassischen Sinne gibt, trifft sie die Pflicht, Insiderinformationen zu ihrer Geschäftstätigkeit öffentlich wirksam und rechtzeitig bekannt zu geben und Insiderlisten zu führen, in denen alle Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, gelistet werden.

Ein wichtiger Aspekt des Marktmissbrauchsregimes ist die rechtzeitige Information über marktrelevante Daten. Dadurch soll dem Insiderhandel vorgebeugt und Marktmanipulation und Betrugsgeschäfte verhindert werden.

Zudem wurde die Auktionierung der Emissionsrechte durch Spezialvorschriften der Marktmissbrauchsrichtlinie unterstellt.

Die Europäische Kommission hat im Februar 2013 ein Maßnahmenpaket vorgelegt, das unter anderem aus einem Vorschlag für die Neufassung der „Richtlinie zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung“ besteht. Dieser Vorschlag wurde am 6. Februar 2013 an den Rat und das Parlament übermittelt.

Im Vergleich zu ihrer Vorgängerin wird sich diese sogenannte Vierte Anti-Geldwäsche-Richtlinie vor allem durch die Präzisierung der Sorgfaltspflichten auszeichnen, indem die Anwendung vereinfachter Sorgfaltspflichten einer dezidierten Begründung bedarf und der Kreis der Transaktionspartner, für die verstärkte Sorgfaltspflichten gelten, erweitert wird.

Zusammenfassend stellt der Richtlinienvorschlag hohe Anforderungen an das Risiko-Management der Unternehmen, die ihr Compliance-Management entsprechend anpassen werden müssen. Um den erhöhten Sorgfalts- und Meldepflichten, einschließlich der Einrichtung entsprechender Sicherheitssysteme, gerecht zu werden, wird mit einem merklichen Kostenmehraufwand zu rechnen sein.

Mit der Ausweitung des Anwendungsbereichs der Anti-Geldwäsche-Richtlinie auf Emissionsrechte würde Betrugsfällen vorgebeugt und somit die Integrität des Systems erhöht. Grundsätzlich gelten die Regelungen für alle Marktteilnehmer; es gilt hier, die richtigen Schwellenwerte zu setzen und die regulative Unsicherheit gering zu halten. Von den Regelungen sind grundsätzlich alle sekundären Marktplätze betroffen (geregelter Märkte, MTF, OTF, OTC) sowie auch die Auktionen.

Anders als die erst kürzlich verabschiedeten Regelungspakete MiFID II/MiFIR und CRIMAD/MAR wurde die EMIR – „European Market Infrastructure Regulation“ (VO (EU) Nr. 648/2012) – schon am 4. Juli 2012 verabschiedet. Die EMIR dient dabei in erster Linie der Regulierung des außerbörslichen Handels mit Derivat-Produkten. Jedoch beanspruchen ihre Regelungen erst nach und nach, in einem noch andauernden Konkretisierungsprozess, tatsächliche Geltung. So wird die ESMA an zentralen Stellen der Verordnung damit beauftragt, die Verpflichtungen der EMIR durch technische Standards weiterzuentwickeln und sie der Kommission zur Billigung vorzulegen. Mit Inkrafttreten zum 16. Februar 2013 hat der deutsche Gesetzgeber das sog. EMIR-Ausführungsgesetz und damit die Rahmenbedingung für die Einfügung der EMIR in die deutsche Finanzaufsichtsstruktur geschaffen. Die zuständige nationale Aufsichtsbehörde in Deutschland ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Die Abschätzung der konkreten Auswirkungen der o.g. Richtlinien und Verordnungen auf die Marktaufsicht im EU-EHS gestaltet sich zum aktuellen Zeitpunkt als schwierig, da einerseits der Konsultationsprozess der MiFID II in den auch für den Handel wesentlichen Punkten noch nicht abgeschlossen ist und andererseits mit einer vollumfänglichen Implementierung aller o.g. Vorgaben nicht vor 2017 zu rechnen ist. Sowohl die Analyse der Auswirkungen auf die Marktteilnehmer als auch die von der Regulierung betroffenen Handelsplätze legt nahe, dass durch die Weiterentwicklung des Marktaufsichtsregimes zunächst eine erfolgreiche Eingrenzung der Primärrisiken im Emissionshandel erreicht wird. Allerdings wird deutlich, dass durch die überarbeiteten und zusätzlichen Vorgaben, ein erweiterter Kreis an Unternehmen und das Gros der Handelsplätze mit teilweise erheblichem administrativen und finanziellen Zusatzaufwand rechnen müssen, um marktaufsichtrechtskonform am Handel teilzunehmen. Insbesondere der unkomplizierte Marktzugang für Anlagenbetreiber (insbesondere KMU), über Intermediäre, könnte unter bestimmten Voraussetzungen zukünftig Einschränkungen erfahren.

Summary

The predominant goal of the EU ETS is to limit and to efficiently lower the emissions of the covered sectors to a given cap. In order to reach this goal, an emissions trading market has been established. The aim of this market is to reduce emissions where this is most efficiently possible by allowing market-based trading and pricing of emission allowances. Important premises for ensuring the proper functioning of a market have been identified. The paper at hand defines these parameters as follows:

- information/transparency
- market access
- transaction costs
- liquidity

The general framework for the functioning of a market is also defined by the prevailing market regulation, as the existing provisions influence the parameters mentioned above. The main task of the market regulation is to prevent fraudulent and manipulative activities and to create conditions that foster the functioning of the market.

In order to better distinguish the risks that might be in conflict with the proper functioning of the market, the paper at hand differentiates between primary and secondary risks.

Risks that result from the existing framework are classified as primary risks, whereas risks that potentially result from the implementation of a new market regulation are classified as secondary risks. Of special interest in this context is the revision of the financial instruments directive. By classifying emission allowances as financial instruments, emissions trading will generally be subject to financial market regulation. Hence risks that result from the regulation of primary risks are defined as secondary risks in this paper.

The following table shows the primary and secondary risks as defined and analysed in the paper at hand:

Primary Risks	Secondary Risks
Information problems	Increased transactions costs
Market abuse	Impeded market access
Fraud	Declining liquidity
Liquidity problems	Growing market power
Acceptance problems/confidence	Declining acceptance/confidence

On 20 October 2011, the European Commission proposed a draft for a directive for markets for financial instruments ("MiFID II") that should replace Directive 2004/39/EG ("MiFID I"). MiFID II finally went into force on 2 July 2014. In the background of the previous financial crisis, it was aimed to close perceived gaps in the financial markets and to prevent deficits by implementing more stringent provisions. The framework of the preceding financial market directive, MiFID I, only focused on the financial market. Therefore only derivatives of emission allowances were classified as financial instruments (however with exemptions).

This will change with the implementation of MiFID II, as emission allowances will be generally classified as financial instruments and, hence, emissions trading in general will be subject to financial markets oversight.

Within the current framework, emissions trading takes place either on:

- exchanges or
- “Over-the-Counter” (OTC).

The framework of MiFID II provides for the following three market segments:

- regulated markets
- multilateral trading facilities (MTF)
- organised trading facilities (OTF).

The OTF has been introduced as a new trading platform. It basically aims to make all organised trading venues subject to market regulation provisions. Unregulated trading will, hence, become an exemption.

By far the biggest share of CO₂ trading in the EU ETS is executed via exchanges (2013: ~85%) (Thomson Reuters Point Carbon 2014; p 4) and this trend is continuing. Due to the ever-growing trading volume in the emissions market, it generally seems adequate to subject further segments to tighter oversight provisions. Hence a growing number of market transactions are monitored, improving the data basis concerning market information and, at the same time, impeding market manipulation. This shall prevent fraudulent activities in the future and further improve the acceptance of the system. The introduction of the reverse charge method in most of the EU member states has already successfully prevented more VAT frauds in those countries. In order to fully avoid this kind of tax fraud, the method would need to be implemented in all EU member states. Fraudulent activities, such as phishing or hacking attacks have already become more difficult thanks to further safety precautions implemented in the union registry.

The classification as an investment company pursuant to MiFID and the relating duties are associated with a relatively high effort for the companies concerned. Following the extension of the scope of MiFID, more companies will be covered by the directive in the future, also because some of them can no longer profit from the exemption rules. This mainly affects service providers and possibly brokers as well as some trading firms. Furthermore, formerly unregulated trading platforms will be covered by MiFID in the future. This will mainly affect transactions that have been executed OTC before. For those companies, the precise definition of the exemption rules in the MiFID II will be of essential interest.

Since many banks and large utilities already have to comply with the MiFID requirements (due to their derivative trading activities) they will be affected by the revision only to a limited extent. However, they will have to meet further requirements in view of their role as intermediary for counterparties.

The regulatory framework should generally take into account that those companies that need to participate in emissions trading because their installation is covered by the EU ETS, will still have adequate access to the emissions trading market. Most companies only trade to fulfil their compliance duties within the EU ETS and (due to their very low trading volumes) usually pose no threat to the emissions trading market or other trading participants.

It is also reasonable to enable emissions trading for hedging future production plans, without being automatically covered by MiFID II. This is especially important for utilities as they sell

their power up to four years in advance and hedge it via the purchase of commodities and emission allowances.

Exemptions for certain categories of trading have been designed in order to mitigate the secondary risks. These exemptions will still allow installation operators, which are covered by the EU ETS, to trade with preferably low barriers.

- ▶ Trading for parent/subsidiary companies
- ▶ Trading from installation operators covered by the EU ETS (no customer orders)
- ▶ Trading on own account (no customer orders)
- ▶ Trading as ancillary activity

A preliminary assessment of the exemptions confirms that installation operators covered by the EU ETS will not be subject to MiFID II, given that they trade on their own account. A crucial area of the revision of exemptions is trading on a customer's behalf, which will be covered in any case by MiFID II. This means that as soon as a company is trading on a customer's behalf, it will be covered by the MiFID II provisions. This will mainly affect intermediaries who trade on a customer's behalf, often for installation operators covered by the EU ETS. Indeed, it is often SMEs which make use of intermediary traders instead of using a direct market access. Small and medium-sized installation operators in particular often transact only one deal annually with a relatively small trading volume (1,000 – 10,000 t). Usually intermediaries are neither affiliated to the installation operator nor do they have to comply with MiFID. It is often consulting companies that provide a vast array of services related to the EU-ETS to installation operators, e.g. in terms of emissions monitoring and reporting. Additionally, they offer CO₂ trading, i.e. purchase and sales of emission allowances as a complementary service for their customers. Current evaluation of MiFID II suggests that these companies will be covered by the Directive in future. As a consequence, there is a fairly high risk that these service companies might not offer their intermediary services to their customers (e.g. installation operators) any more once the new MiFID II provisions apply.

Investment companies and market venues as defined by MiFID II will have to comply with specific provisions related to transparency and reporting of trades. This shall enhance transparent pricing information and, hence, decrease the risk of market manipulation and fraud to the disadvantage of less informed market participants. The measures are further supposed to decrease price uncertainties, while increasing the acceptance of the trading scheme.

Regulated markets will also be subject to further transparency provisions. However, it is assumed that they can relatively easily comply with them.

Regarding intermediaries related to the OTC market, it will be crucial to know which market participants will exactly be covered by MiFID II. For some market participants, the provisions might be too big and present a hurdle for further participation in the trading of emission allowances.

In addition to the provisions mentioned above, MiFID II also defines provisions with regard to the identification of the qualification of the trading customer, recording requirements as well as position reporting.

On 2 July 2014, the Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse (CRIM-MAD) and the Regulation on Market Abuse (MAR) came into force. A crucial innovation in this context is their extension to the scope on emissions rights by defining them as financial instruments pursuant to MiFID II. Consequently, the central prohibitions with regard to

- ▶ insider trading
- ▶ market manipulation and

- illegal disclosure of insider information

will apply to emission allowances (as for all other financial instruments).

Due to the specifics of emission allowances and the structural differences of the emissions market and the other financial markets, special provisions are required. E.g. CRIM-MAD/MAR will not cover official institutions that have responsibilities under the EU climate policy. The auctioning of emission allowances (which has been the default allocation method since 2013) is not comparable to e.g. trading with shares, and has, hence, been taken explicitly into the scope. For emission allowances, a specific definition of insider information has been defined. Since participants of the emissions market are the ones to have all relevant information available (i.e. there are no emitters in the classical meaning), it is the market participants themselves who have to disclose insider information in a timely manner and who need to establish insider lists, which name the persons who have access to inside information.

An important aspect of CRIM-MAD/MAR is punctual information on market-relevant data. As a result, it shall prevent insider trading, market manipulation and fraudulent business.

Moreover, by specific provisions, the auctioning of emission allowances has been taken into the scope of the CRIM-MAD.

In February 2013, the European Commission launched a package of measures that (among others) included a proposal for the revision of the directive to prevent money laundering and terrorist financing. This proposal was submitted to the Council and the Parliament on 6 February 2013.

Compared to its predecessor, this so-called Fourth Anti-Money Laundering Directive mainly specifies due diligence rules. The use of simplified due diligence has to be justified decidedly and the scope of counterparties, for which strengthened due diligence will apply, was extended.

In summary, the proposal sets high requirements on the risk management of companies, which consequently might have to adapt their compliance management system. It can be assumed that significant costs might be incurred when complying with increased due diligence and reporting requirements, including the implementation of the relevant security systems.

With the extension of the scope of the Anti-Money Laundering Directive on emission allowances, fraudulent activities would be prevented and the integrity of the system increased. In general, the provisions account for all market participants, but it is important to set adequate thresholds and to keep regulative uncertainties low. Basically, all secondary market venues (regulated markets, MTF, OTF, OTC) will be covered by the provisions as well as the auctions.

The European Market Infrastructure Regulation (EMIR, VO (EU) Nr. 648/2012) was already adopted on 4 July 2012. The Regulation aims to regulate non-exchange derivative trading. However, the consultation process is still ongoing and relevant provisions will come into effect successively. ESMA has the mandate to specify essential parts of the provisions by defining technical standards. Those specifications will then be submitted to the Commission. The German legislator has adopted the EMIR with an implementation law (coming into force on 16 February 2013) and has, hence, set the framework for the inclusion of EMIR into the German structure of financial supervision. The responsible national authority in Germany is the German Federal Financial Supervisory Agency (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin).

The concrete impact of the new and amended regulatory provisions described above cannot be fully assessed at this point of time. The consultation process for MiFID II is still ongoing, and it can be assumed that the entirety of provisions will not be applicable before 2017. The analysis of the impact on market participants as well as on trading venues suggests that the various revisions successfully limit the primary risks in emissions trading. It is becoming further apparent that due to more stringent provisions, a growing number of companies and most of the trading venues will have to take into account significantly higher administrative and financial efforts in order to comply with the relevant provisions. Market access for especially small and medium-sized installation operators via intermediaries might be confined in future, particularly where intermediaries exclude trading from their services to customers in order to avoid becoming subject to the regulatory provisions.

1 Einführung und Struktur des Arbeitspapiers

Ziel dieses Arbeitspapiers ist es, Implikationen europäischer Vorgaben zur Marktregulierung speziell für den Kohlenstoffmarkt zu eruieren. Im Vordergrund stehen dabei die Analyse und Bewertung verschiedener Neuerungen des marktaufsichtsrechtlichen Regimes, welche in Form von (teilweise noch andauernden) Novellierungen bestehender EU-Rechtsakte Ausdruck findet. Eine für den Kohlenstoffmarkt besondere Relevanz kann dabei den möglichen Auswirkungen der in der Finanzmarktrichtlinie vorgesehenen Einordnung von Emissionsrechten³ als Finanzinstrumente sowohl auf die Marktakteure im Europäischen Emissionshandelssystem (EU-EHS) als auch auf die verschiedenen Handelsplätze, an denen Emissionsrechte gehandelt werden können, beigemessen werden.

Der Gesetzgebungsprozess auf europäischer Ebene ist zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Studie größtenteils beendet. Die zentralen Rechtsakte der zukünftigen Finanzmarktregulierung wurden im Amtsblatt vom 12. April 2014 veröffentlicht und traten am 2. Juli 2014 in Kraft. Seither unterfällt nun auch der Emissionshandel grundsätzlich den Regularien der Finanzmarktordnung⁴. Unsicherheit herrscht dabei bislang noch über die weitere Ausgestaltung entscheidender Vorgaben durch die Kommission, die Europäische Marktaufsichtsbehörde ESMA und die Mitgliedstaaten selbst und dementsprechend über die endgültigen Auswirkungen auf das EU-EHS.

Zum Zwecke dieser Analyse wurden sowohl ausgewählte Literatur, Expertenmeinungen, als auch die entsprechenden Rechtsakte mit zugehörigen Stellungnahmen und Erwägungsgründen ausgewertet.

Zunächst wird in Kapitel 2 ein Überblick zu den Voraussetzungen eines funktionierenden Handelsmarkts im Allgemeinen gegeben, bevor in einem zweiten Schritt potentielle Risiken, die zu einer eingeschränkten Funktionsfähigkeit des Marktes führen können, erläutert werden. Vor dem Hintergrund der noch andauernden Novellierung des Marktaufsichtsregimes wird eine Unterscheidung in Primär- und Sekundärrisiken vorgenommen.

Unter Primärrisiken werden im Sinne dieses Arbeitspapiers Risiken verstanden, die dem Markt grundsätzlich unter Abwesenheit von Regulierung zugrunde liegen und möglichst eingegrenzt werden sollen, z.B. durch entsprechende Regularien. Primärrisiken stellen damit originäre Gefahrenpotentiale der Funktionsfähigkeit eines Marktes dar, die meist von den nicht regulierten Marktteilnehmern selbst ausgehen und im Rahmen marktaufsichtsrechtlicher Vorgaben möglichst unterbunden werden sollen.

Sekundärrisiken werden definiert als diejenigen Risiken, die sich aus der Einführung der entsprechenden Regulierung der Primärrisiken ergeben können. Dies kann beispielsweise eine regulatorische Vorschrift sein, die zwar ein Primärrisiko abschwächt, aber andererseits negative Auswirkungen hat, wie z.B. die Einschränkung des Marktzugangs für bestimmte Unternehmen. Als Sekundärrisiken werden also – ungewollte oder in Kauf genommene – Einschränkungen der Funktionsfähigkeit des Marktes verstanden, die sich aus der Regulierung der Primärrisiken ergeben können.

Anschließend stellt Kapitel 3 die in diesem Zusammenhang wichtigsten EU-Rechtsakte sowie den jeweils aktuellen Stand der insbesondere für den Kohlenstoffmarkt relevanten Vorgaben

³ Im Rahmen dieses Papiers wird der Überbegriff „Emissionsrecht“ für „Emissionsberechtigung“ (European Union Allowance, EUA) und „Internationale Gutschrift“ (Certified Emissions Reduction, CER sowie Emissions Reduction Unit, ERU) verwendet.

⁴ Derivate auf Emissionsberechtigungen sind bereits jetzt schon von der Finanzmarktrichtlinie erfasst. Aufgrund der Erweiterung des Definitionsbereichs auf Spot-Produkte findet nun eine verstärkte Einbindung des Emissionshandels in das Marktaufsichtsregime statt.

dar. Der Fokus wird dabei auf MiFID II und MiFIR gelegt und hierbei verstärkt auf die zugehörigen Ausnahmeregelungen des Geltungsbereichs. Dargestellt werden außerdem CRIM-MAD/MAR, Vierte Anti-Geldwäsche-Richtlinie sowie EMIR. Im Anschluss an die Darstellung der jeweiligen Vorgaben findet eine Kurzbewertung mit Blick auf mögliche Auswirkungen auf die Handelsplätze und Marktteilnehmer statt. Ziel ist es, darzustellen, inwieweit die Rechtsakte den Primärrisiken wirksam begegnen bzw. andererseits Sekundärrisiken entstehen lassen.

In Kapitel 4 wird eruiert, inwieweit die Marktplätze des EU-EHS von den o.g. Rechtsakten betroffen sind. Hierbei ist zum einen interessant, inwieweit Primärrisiken abgemildert werden, aber auch, wo Sekundärrisiken entstehen können.

Daraufhin werden in Kapitel 5 die Auswirkungen auf die einzelnen Marktteilnehmer zusammengefasst. Hierbei wird zwischen dem Finanzsektor, Energieversorgungs-, Industrie- sowie Dienstleistungsunternehmen unterschieden. Ziel dieses Kapitels ist es, die ggf. durch die Regulierung entstehenden Sekundärrisiken für die Marktteilnehmer zuzuordnen und mögliche Gegenmaßnahmen zu identifizieren.

Kapitel 6 dient der Schlussfolgerung aus den vorangegangenen Kapiteln und leitet darauf aufbauend Empfehlungen ab.

2 Risikopotentiale im EU-Emissionshandel

In diesem Kapitel erfolgt zunächst eine kurze Beschreibung der Voraussetzungen für einen funktionierenden Handelsmarkt, bevor im Anschluss eine Identifizierung potentieller Risiken, die der Funktionsfähigkeit des Marktes entgegenstehen können, vorgenommen wird. Dabei wird, gemäß den Zielen des Papiers, Bezug auf die sich in Überarbeitung befindliche Marktregulierung genommen, um deren Wirken in den folgenden Kapiteln bewerten zu können. Die Differenzierung zwischen Primär- und Sekundärrisiken dient dabei der Veranschaulichung der potentiellen Risikokategorien, die einerseits durch eine Marktregulierung behoben bzw. eingegrenzt werden sollen (Primärrisiken) und andererseits genau durch diese entstehen oder verschärft werden können (Sekundärrisiken).

2.1 Ziele eines Handelsmarktes und dessen Voraussetzungen

Das übergeordnete Ziel des EU-EHS ist die sichere Begrenzung und gleichzeitig effiziente Absenkung der Emissionen erfasster Sektoren in der EU auf eine vorgegebene Höchstmenge. Um dieses Ziel zu erreichen wurde ein Handelsmarkt etabliert. Ziel dieses Handelsmarktes ist es, durch die Handelbarkeit von Emissionsrechten (EUA, CER, ERU) und den dadurch gefundenen Preis Emissionen dort zu vermeiden, wo dies am kostengünstigsten möglich ist.

Um die Risikopotentiale für das EU-EHS näher bestimmen und beschreiben zu können, soll hier zunächst die Frage beantwortet werden, wie denn ein theoretisch idealer Markt bezogen auf das EU-EHS aussehen sollte, um seine Funktionsfähigkeit sicherzustellen und somit dessen Ziele erreichen zu können. In den anschließenden Kapiteln erfolgt eine Eruiierung, inwieweit die nachfolgend definierten Kriterien durch die Regulierungen und zugehörigen Ausnahmen berücksichtigt oder ggf. eingeschränkt werden.

Information/Transparenz

Den Marktteilnehmern muss eine ausreichende Informationsbasis zur Verfügung stehen, um ihre Kauf- und Verkaufsentscheidungen treffen zu können. Dies gilt sowohl für die aktuellen Preise, als auch für Informationen, die zukünftig die Preise beeinflussen können. Daher ist es wichtig, dass preisrelevante Informationen möglichst zeitnah veröffentlicht werden. In einem Markt wie dem EU-EHS ist es auch wichtig, dass die Politik-, Handlungs- und Informationssicherheit gewährleistet ist. Damit Marktteilnehmer davon ausgehen können, am Markt einen adäquaten Preis zu erzielen, muss dieser letztlich transparent sein.

Marktzugang

Den Marktteilnehmern als primär betroffenen Personen, im Falle des EU-EHS also den Unternehmen, die Anlagen betreiben, welche dem EU-EHS unterliegen, sollte ein Marktzugang mit möglichst geringen Eintrittsbarrieren ermöglicht werden. Auch weitere Akteure können eine wichtige Rolle spielen, um ggf. nicht ideale Marktbedingungen auszugleichen. So sorgen Finanzakteure oftmals für zusätzliche Liquidität im Markt. Handelsintermediäre können den primär betroffenen Unternehmen einen kostengünstigen Marktzugang verschaffen. Insgesamt sollen durch einen möglichst niederschweligen Marktzugang ausgewogene Marktmachtverhältnisse gefördert werden.

Transaktionskosten

Die Minimierung der Transaktionskosten dient der Funktionsfähigkeit eines Handelsmarkts. Der Marktzugang sollte möglichst einfach und kostengünstig ausgestaltet sein. Dadurch wird ermöglicht, dass Angebot und Nachfrage einer Vielzahl an Akteuren im Markt zusammentreffen und somit eine adäquate Preisfindung unterstützt wird. Im EU-EHS sollte das Ziel sein, die Transaktionskosten insbesondere für die EHS-pflichtigen Anlagen minimal zu halten, um

diesen ihre Pflichterfüllung zu erleichtern. Dazu gehört u.a. ein finanziell niederschwelliger Marktzugang, um ggf. benötigte Emissionsrechte am Markt direkt erwerben zu können oder, bei Überdeckung, am Markt veräußern zu können.

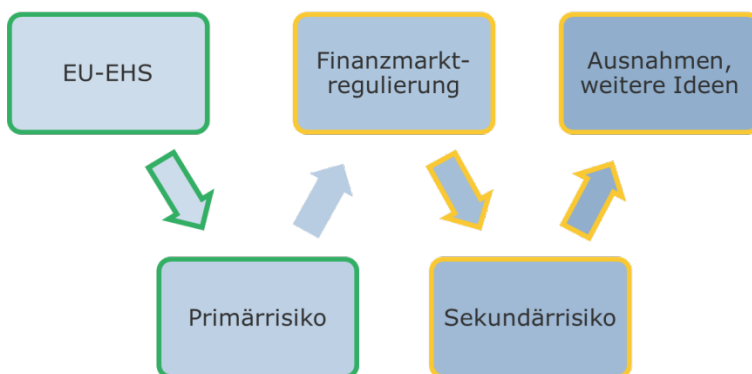
Liquidität

Ein Handelsmarkt muss ausreichend liquide sein. Dies ist erforderlich, damit es den Marktteilnehmern jederzeit möglich ist, ihre Handelsgeschäfte zu adäquaten Preisen auszuführen. Eine hohe Liquidität, die durch die Teilnahme zahlreicher Akteure am Handelsmarkt zustande kommt, erschwert darüber hinaus die Herausbildung einer Marktmacht einzelner Akteure. Ausgewogene Marktmachtverhältnisse spielen daher auch im Rahmen eines liquiden Marktes eine wesentliche Rolle.

2.2 Risikopotentiale im EU-Emissionshandel

Im Folgenden werden die Primär- und Sekundärrisiken im EU-EHS näher erläutert. Die mit in Kraft treten der MiFID II erfolgte Einordnung von Emissionsrechte als Finanzinstrument führt dabei zu einer Ausweitung der bestehenden Regulierung im EU-EHS. Diese Ausweitung bestehender Regularien zielt auf die Minimierung der Primärrisiken ab, kann jedoch die Entstehung von Sekundärrisiken begünstigen. Nachfolgende Abbildung veranschaulicht den Zusammenhang bezüglich Primär- und Sekundärrisiken schematisch.

Abbildung 1: Einfluss der geplanten Einordnung der Emissionsrechte als Finanzinstrumente



Quelle: FutureCamp

Der Begriff „Risiko“ kann auf unterschiedlichste Art und Weise definiert werden. Tritt ein Risiko ein, so hat es in jedem Fall negative Auswirkungen auf das betreffende Objekt. Dementsprechend wird im Rahmen dieses Papiers untersucht, welche Situationen, Zustände bzw. Ereignisse Risikopotential für den europäischen Kohlenstoffmarkt bergen. Bei der Analyse des Risikopotentials sollte darüber hinaus das Schadenspotential identifiziert werden, d.h. eine Abschätzung der Risiken, die unbedingt minimiert bzw. reguliert werden sollten, um ein angemessenes Funktionieren des Marktes zu gewährleisten. Dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit folgend, ist parallel abzuschätzen, welche Risiken durch eine erweiterte Regulierung eine Verstärkung von Sekundärrisiken zur Folge haben würde. Nachfolgende Übersicht listet die zugrundeliegenden Primär- und Sekundärrisiken auf. Diese werden in den Abschnitten 2.3 und 2.4 näher beschrieben.

Tabelle 1: Potentielle Risiken im EU-Emissionshandel

Primärrisiken	Sekundärrisiken
Informationsprobleme	Steigende Transaktionskosten
Marktmissbrauch	Erschwerter Marktzugang
Betrug	Sinkende Liquidität
Liquiditätsprobleme	Steigende Marktmacht
Akzeptanzprobleme/Vertrauen	Sinkende Akzeptanz/Vertrauen

Quelle: FutureCamp

2.3 Primärrisiken

Als primäre Risiken eines Marktes werden im Rahmen dieser Studie solche verstanden, die aus dem generellem Konzept und den Rahmenbedingungen eines Marktes entstehen. Dies gilt ebenso für das EU-EHS und schließt alle Risiken ein, die Effizienz, Funktionsfähigkeit und Ziele des Marktes sowie Vertrauen in den Markt gefährden. Sie sollten (je nach Ausmaß und davon ausgehender Gefahr für den Gesamtmarkt oder die Marktteilnehmer) möglichst eingegrenzt werden. Hierfür hat die EU bereits in der Vergangenheit entsprechende Regularien erarbeitet. Im Folgenden werden die für die vorliegende Arbeit wichtigsten Primärrisiken aufgeführt.

2.3.1 Informationsprobleme

Informationsprobleme stellen eine generelle Gefahr für Märkte dar. Informationsasymmetrien wie unvollständige oder unsichere Informationen über Marktgegebenheiten, die Qualität oder den üblichen Marktpreis eines Gutes können zu einer Verzerrung des Marktergebnisses führen (Varian 1999; S. 617). Dies tritt vor allem dann auf, wenn ein Markt in seinem Umfang und seiner Ausgestaltung facettenreich und intransparent gestaltet ist. In diesem Fall kann die Beschaffung von Informationen kostspielig oder sogar unmöglich sein. Auch im EU-EHS sind in der Vergangenheit vorübergehend Unsicherheiten in Bezug auf einzelne Politik- und Handlungsfelder aufgetreten. Dabei können Informationsprobleme sowohl auf regulatorischer Seite als auch auf Unternehmensebene auftreten. Auf regulatorischer Seite können Informationsprobleme z.B. bei Vorschlägen zur Begrenzung der in bestimmten Jahren zur Verfügung stehenden Emissionsrechte wie durch das „Backloading“ oder die Marktstabilitätsreserve, bei der Vorbereitung von Allokationen oder der Herleitung von Emissionsbenchmarks verschiedener Produkte zu Unsicherheiten bzgl. zukünftig verfügbarer Emissionsrechte führen. Auf Unternehmensebene kann ein Informationsdefizit über relevante Preiseinflussfaktoren oder regulatorische Änderungen zu nicht-rationalem Marktverhalten führen. Ein Beispiel wäre ein Zurückhalten von überschüssigen Berechtigungen, obwohl damit risikolos zusätzliche Erlöse generiert werden könnten.⁵

2.3.2 Marktmissbrauch

Marktmanipulationen lassen sich generell in drei Kategorien einteilen. Demnach existieren handlungs-, handels- und informationsgestützte Manipulationen (Tietje 2009; S. 613).

⁵ Sollte das Unternehmen bewusst überschüssige Zertifikate aufsparen, weil evtl. steigende Preise antizipiert werden oder bspw. keine Personalkapazitäten für einen Verkauf vorhanden sind, so handelt es sich dabei nicht um Informationsprobleme.

Informationsgestützte Manipulationen im Rahmen des EU-EHS können durch die Veröffentlichung irreführender oder falscher Informationen und die damit verbundenen Effekte auf den Marktpreis von Emissionsrechte entstehen.

Handlungsgestützte Manipulationen entstehen durch die Einflussnahme auf Marktpreise, ohne direkt am Markt aktiv werden zu müssen. Beispielhaft seien hier Aktionen genannt, welche zu gewollten Preisrückgängen oder Preissteigerungen führen, um aus diesen Kurschwankungen Gewinne zu generieren. Große Stromversorger könnten beispielsweise durch eine künstliche Verknappung des Stromangebotes die Strompreise ansteigen lassen und somit auch den Preis für Emissionsrechte beeinflussen. Dabei würden durch das Herunterfahren von effizienten Anlagen andere, weniger effiziente Anlagen mit einem höheren CO₂-Ausstoß benötigt, was zu einem Preisanstieg der Emissionsrechte führen könnte.⁶

Handelsgestützte Manipulationen entstehen durch effektive oder fiktive Handelsgeschäfte. In beiden Fällen werden Absprachen über Geschäfte getroffen, die den Marktpreis beeinflussen sollen. Fiktive Geschäfte sind dabei Geschäfte, die ein abgesprochenes Gegengeschäft und somit keinerlei echten Austausch von Emissionsrechte beinhalten.⁷ Sinn und Zweck solcher Geschäfte sind das Vortäuschen von Liquidität, Umsatzvolumen und Preisimpulsen am Markt. Effektive Geschäfte stellen tatsächlich ausgeübte Geschäfte dar. Diese dienen ebenso der Beeinflussung von Handelsvolumen und –preisen durch Absprachen. Marktmachtstellungen begünstigen diese Form der Manipulation, da durch hohe Transaktionsvolumen der Marktpreis einfacher beeinflusst werden kann.

Neben der Marktmanipulation kann Marktmissbrauch auch in Form von Insiderhandel begangen werden. Das Ausnutzen von exklusiver Information, um damit Gewinne zu erwirtschaften, behindert ein reibungsloses Marktgeschehen und wirkt somit auch störend auf den EU-EHS (Andrew 2008; S. 395).

2.3.3 Betrug

Eine weitere, gerade im Anfangsstadium des EU-EHS häufig vorgekommene Bedrohung stellen betrügerische Handlungen dar. Diese führen ebenso zu Marktineffizienzen und Unsicherheiten im Markt, die es zu unterbinden gilt. Beispiele aus der Vergangenheit sind der Umsatzsteuerbetrug, Phishing- und Hacker-Attacken auf die früheren Emissionshandelsregister oder – als spezieller Fall, weil hier auch staatliches Fehlverhalten eine Rolle spielte – der Wiederverkauf von bereits eingesetzten Projektgutschriften (Walters/Westerhuis/Wyatt 2013; Deloitte 2009; South/Brisman 2013; Chan 2010). Die Phishing- und Hacker-Attacken hatten eine große Unsicherheit am Markt zur Folge, weil rechtlich unklar war, ob (gutgläubige) Erwerber von Berechtigungen, die aus Straftaten stammten, Rückforderungsansprüchen der ehemaligen Inhaber ausgesetzt sein würden. Auch vorgetäuschte Emissionsminderungsprojekte in Drittländern stellen eine Gefahr für Geldgeber und die Glaubwürdigkeit des Emissionshandels dar. Ebenso denkbar ist Geldwäsche mit Emissionsrechte. Festzuhalten ist, dass es sich bei diesen Handlungen (mit Ausnahme des Umsatzsteuerbetruges) um keine Marktri-

⁶ Allerdings gibt es mit in Kraft treten der Verordnung über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts (Regulation on wholesale Energy Market Integrity and Transparency, REMIT) bereits gesetzliche Veröffentlichungspflichten für den Strom-Großhandelsmarkt, der die Übertragungsnetzbetreiber verpflichtet, Daten zur Stromproduktion zu veröffentlichen. So werden für den deutschen und österreichischen Markt auf der EEX-Transparenzplattform zeitnah marktrelevante Erzeugungs- und Verbrauchsdaten veröffentlicht, um die Transparenz auf dem Großhandelsmarkt weiter zu erhöhen. Damit werden sowohl gesetzliche Veröffentlichungspflichten als auch freiwillige Selbstverpflichtungen der Branche umgesetzt.

⁷ Bspw. könnte ein Handel mit hohem Volumen und hohem Preis OTC gecleared (wird entsprechend öffentlich gemacht) abgewickelt werden und anschließend ein Gegengeschäft OTC ungecleared (nicht öffentlich) zum selben Preis rückabgewickelt werden.

siken im eigentlichen Sinne handelt. Sie sind losgelöst von einer Marktstruktur und stellen keine EU-EHS-spezifischen Problematiken dar.

All diese Handlungen resultieren jedoch in einem monetären Verlust von Handelsteilnehmern und führen zu temporären und langfristigen Marktverzerrungen und teilweise erheblichem Akzeptanz- und Vertrauensverlust in den jeweiligen Markt.

2.3.4 Liquiditätsprobleme

Die Wichtigkeit von einem ausreichend liquiden Markt wurde bereits in Abschnitt 2.1 herausgestellt. Dementsprechend kann eine nicht ausreichende Liquidität als ein Primärrisiko eines Marktes angesehen werden. Sollten beispielsweise gewisse Marktakteure keinen oder nur einen eingeschränkten Marktzugang haben (oder aus anderen Gründen überschüssige Emissionsrechte nicht verkaufen) und somit deren Berechtigungen nicht an den Markt gelangen, kann dies preisverzerrende Wirkungen haben. Die Handelsmenge würde künstlich verknappt und somit ein zu hoher Preis suggeriert.

Zu beobachten war dies z.B. in der ersten Handelsperiode, als die mit dem Handel vertrauten EVU ihre Defizite am Markt ausglich, während der Überschuss des größten Teils der Industrieunternehmen nicht in den Markt kam⁸. Dies führte zu Beginn der Periode zu sehr hohen Preisen, die erst dann stark abfielen, als deutlich wurde, dass im Gesamtmarkt ein hoher Überschuss herrscht.

Ein illiquider Markt wiederum begünstigt zusätzlich zuvor beschriebene Marktmanipulationen, da ein einzelnes Unternehmen in einem illiquiden Markt einfacher Einfluss auf die Preisbildung nehmen kann.

2.3.5 Akzeptanzprobleme/Vertrauen

Ein weiterer Punkt stellt die Akzeptanz eines Marktes unter den relevanten Marktakteuren dar. Ohne die nötige Akzeptanz kann die zuvor beschriebene Liquidität eines Marktes nicht zustande kommen und die vorhandenen Informationsprobleme können nicht überwunden werden. Besonders die erwähnten Betrugspraktiken haben dem Vertrauen in das EU-EHS in der Vergangenheit geschadet. Die daraus resultierenden Folgen sind u.a. eine teilweise kritische Sichtweise auf Seiten von KMU gegenüber dem Finanzsektor und Handelsgeschäften, die oftmals eher mit Risiko anstatt mit Risikominderung in Verbindung gebracht werden (KfW/ZEW CO₂ Barometer 2013; S. 12-13). Gerade KMU in der Industrie sind in diesem Punkt sensibel. Unternehmen dieser Kategorie weisen oftmals eine eher konservative Unternehmenskultur auf, welche traditionell Abstand von sogenannten „spekulativen Geschäften“ nimmt (als die auch EU-EHS-Handelsgeschäfte für Compliance- und Absicherungszwecke teilweise fälschlicherweise eingestuft werden)⁹. Auch darin liegt ein Grund, warum diese Unternehmen eher über ihnen bekannte Unternehmen handeln, von denen sie zusätzlich wichtige Marktinformationen und Beratung erhalten. Dies können Dienstleistungsunternehmen sein, die sie im Rahmen des EU-EHS ohnehin betreuen, aber auch regionale EVU oder eben doch Banken, bei denen sie bereits Kunde sind.

Festzuhalten ist, dass vor allem Informationsprobleme, Marktmanipulation, Marktliquidität und die Akzeptanz eines Marktes sowohl als Primärrisiko eingestuft werden, als auch zum Teil als Sekundärrisiko auftreten können. So stellen sie ein Primärrisiko dar, wenn sie auf Grund der ursprünglichen Ausgestaltung eines Marktes, z.B. des EU-EHS, ein Gefahrenpotential bergen. Ein Sekundärrisiko läge in diesem Zusammenhang vor, wenn im Zuge neuer,

⁸ Was allerdings weniger an technischen Marktzugangsbarrieren lag, sondern vielmehr durch die Unerfahrenheit der Industrie im Handel und der damit verbundenen Handelspassivität zustande kam.

⁹ UBA (2014)

verändernder Regularien diese Risiken verstärkt würden. Abschnitt 2.4 listet die vorwiegenden Sekundärrisiken auf.

2.4 Sekundärrisiken

Als sekundäre Risiken werden in dieser Arbeit diejenigen Risiken verstanden, die sich potentiell aus der Regulierung des EU-EHS ergeben können, also aus der Reaktion auf die Primärrisiken und dem daraus resultierenden Beschluss, den Emissionshandel durch Einstufung der Emissionsrechte als Finanzinstrument der Finanzmarktregulierung zu unterwerfen. Ein Beispiel wäre eine restriktive Regulierung, die den Marktzugang für bestimmte Unternehmen zu stark einschränkt. Relevanten Sekundärrisiken sollte möglichst durch entsprechende Ausnahmeregelungen oder anderweitige Vorgehensweisen vorgebeugt werden. Die folgenden Sekundärrisiken bauen dabei teilweise kausal aufeinander auf.

2.4.1 Steigende Transaktionskosten

Die zuvor beschriebenen steigenden Informationsprobleme (zu denen auch Beratungskosten gehören) können unter anderem direkt als steigende Transaktionskosten für Unternehmen interpretiert werden. Weitere Transaktionskosten, wie zusätzliche Verhandlungskosten oder Marktteilnahmekosten (Clearingkosten, Margen, Börsengebühren, Transaktionsgebühren, Eigenkapitalunterlegungskosten) sind durch eine striktere Finanzmarktregulierung denkbar, insbesondere, wenn Marktteilnehmern dadurch nur noch bestimmte Marktplätze zugänglich sind und Marktplätze mit einfacheren Zugangsvoraussetzungen nicht mehr zur Verfügung stehen.

2.4.2 Erschwerter Marktzugang

Ein Teilwegfall des OTC-Marktes aufgrund restriktiverer Handelsanforderungen (z.B. Transparenz- und Anlegerschutzbestimmungen und die erforderliche Erlaubnis, als Wertpapierfirma mit Emissionsrechten handeln zu dürfen) könnte Unternehmen dazu zwingen, in größerem Ausmaß an geregelten Märkten wie Börsen zu handeln. Neben den dort häufig deutlich umfangreicheren Vertragswerken entstehen durch die anfallenden fixen Kosten zusätzliche Verhandlungs- und Marktteilnahmekosten, die insbesondere die Markteintrittsbarrieren bzw. die fixen Transaktionskosten im EU-EHS erhöhen. Hier stellt sich die Frage, inwiefern diese zusätzlichen Kosten eine überproportionale Belastung bzw. eine sehr hohe Hürde gerade für KMU darstellen können.

2.4.3 Sinkende Liquidität

Das mögliche Fernbleiben vom Markt in Folge von erschwerter Marktzugängen, gerade für Unternehmen, die nicht in ausreichendem Maße auf steigende Transaktionskosten und Informationsprobleme reagieren können, könnte wiederum zu einer geringeren, insbesondere auch auf weniger Unternehmen diversifizierten Liquidität des Marktes führen. Die daraus resultierenden Konsequenzen für die Funktionsfähigkeit des Marktes und das Erreichen der Handelsziele werden in Kapitel 2.3.4 erläutert.

2.4.4 Steigende Marktmacht

Zunehmende Regulierungen und die damit einhergehenden Anforderungen stellen für die verschiedenen Marktteilnehmer mehr oder weniger leicht überwindbare Hürden dar. So können sich die großen EVU und Finanzinstitute (die ohnehin den Löwenanteil des Handelsvolumens für sich verzeichnen) üblicherweise deutlich besser auf neue Regularien einstellen, da sie da-

mit oftmals bereits Erfahrung und meist auch schon eine BaFin-Lizenz¹⁰ haben. Für KMU kann eine umfangreiche Regulierung allerdings eine hohe Hürde darstellen.

Durch erhöhte Markteintrittsbarrieren für z.B. KMU und am Markt tätige Intermediäre könnte diese Verteilung der Handelsvolumen durch MiFID II in Richtung großer Marktteilnehmer verstärkt werden.

Eine andere Variante, nämlich das Ausweichen von KMU auf intermediäre Leistungen anderer Unternehmen, die mit den zusätzlichen regulatorischen Anforderungen besser zurecht kommen, könnte zudem die Marktmacht der wenigen Unternehmen im EU-EHS steigern, die ohnehin ein aktives CO₂-Handels-Management betreiben. Durch die Abwicklung der Handelsgeschäfte der kleinen EU-EHS-Markttakteure durch diese wenigen aktiven Unternehmen können einseitige Abhängigkeitsverhältnisse und Informationsungleichheiten entstehen.

Da das individuelle Handelsvolumen gerade von KMU ohnehin sehr gering ist und die bisher im Verhältnis wenigen, aktiven Unternehmen (EVUs, Banken, Finanzinvestoren, große Industrieunternehmen) den Großteil des Gesamtvolumens am Markt handeln, kann hier die Gefahr von oligopolistischen Marktstrukturen entstehen. Neben einem nicht optimalen Marktergebnis (z.B. nicht optimale Preisfindung) wäre so eine zusätzliche Anfälligkeit für Marktmanipulationen vorhanden.

2.4.5 Sinkende Akzeptanz/Vertrauen

Auch die Akzeptanz des EU-EHS kann durch das Verhindern von Betrug und Marktmanipulation nicht nur erhöht, sondern durch eine zu strikte Regulierung oder durch regulative Unsicherheiten im Rahmen andauernder Gesetzgebungsprozesse auch gefährdet werden. Sollten in Zukunft Handelsgeschäfte hauptsächlich über Finanzinstitute und große EVU abgewickelt werden, kann dies zu einer weiteren Zunahme der zuvor beschriebenen Liquiditätsprobleme, einer steigenden Marktmacht und eines erschwerten Marktzuganges von KMU inklusive Wettbewerbsverzerrung führen. Eine Abneigung gegenüber einer aktiven Handelsstrategie und somit eine sinkende Akzeptanz des gesamten CO₂-Handelssystems gerade von KMU könnte durch die Einstufung von Emissionsrechten als Finanzinstrumente, insbesondere ohne klare Ausnahmeregelungen, begünstigt werden. Es ist insgesamt erstrebenswert, dass eine stringenter Regulierung Vertrauen und Akzeptanz in dem Markt fördert. Dabei sollte innerhalb des EU-EHS insbesondere auch auf die Marktakzeptanz der KMU geachtet werden. Diese repräsentieren zwar nur einen sehr geringen Teil des gehandelten Gesamtvolumens, stellen aber den größten Teil der Markttakteure und sind somit für die Akzeptanz des EU-EHS, auch im Bild der Öffentlichkeit, von entscheidender Bedeutung. Außerdem werden bei der anzunehmenden Fortentwicklung des EU-EHS und Fortschreibung stärkerer Reduktionsziele auch Akteure aus dieser Gruppe aktiver handeln (müssen) als bisher.

¹⁰ Für bestimmte in der europäischen Finanzmarktrichtlinie (MIFID I) geregelte Aktivitäten wird eine Lizenz der BaFin benötigt.

3 Darstellung und Analyse der diskutierten Rechtsakte

Im Folgenden werden die für den Emissionshandelsmarkt relevantesten Rechtsakte zur Finanzmarktregulierung diskutiert. Ein deutlicher Fokus wird dabei auf MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) und die korrespondierende Verordnung MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation) gelegt (Abschnitt 3.1), darin auf den Anwendungsbereich (Unterabschnitt 3.1.1) und die geplanten Ausnahmen (Unterabschnitt 3.1.2).

Darüber hinaus werden Marktmissbrauchsrichtlinie und -verordnung, die „Vierte Geldwäsche-Richtlinie“ sowie EMIR (European Market Infrastructure Regulation) betrachtet.

Es werden die wichtigsten Inhalte der Rechtsakte dargestellt. Ausgewählte Stellungnahmen werden diskutiert. Die Gliederung von Abschnitt 3.1 richtet sich nach der Relevanz der Regelungen für einen funktionierenden Emissionshandelsmarkt. Im Anschluss an jeden Abschnitt erfolgt eine Diskussion darüber, welche Primär- und Sekundärrisiken (siehe Kapitel 2) betroffen sind und die jeweils besondere Relevanz für das EU-EHS. Eine Zusammenfassung der Bedeutung der Finanzmarktregulierung für die Marktplätze (Kapitel 4) und die Marktteilnehmer (Kapitel 5) ist in den nachfolgenden Kapiteln zu finden. Diese (teilweise redundante) Darstellung soll es dem Leser ermöglichen, schnell die gewünschten Auswirkungen zu finden, sei es die Auswirkungen, die von bestimmten Artikeln ausgehen oder jene, die sich auf bestimmte Marktplätze oder Marktteilnehmer auswirken.

3.1 MiFID II¹¹ & MiFIR¹²

Am 20. Oktober 2011 brachte die Europäische Kommission einen Vorschlag für eine Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG („MiFID I“) in den europäischen Gesetzgebungsprozess ein (MiFID II). Der am 15. Mai 2014 schließlich angenommene Legislativakt wurde am 12. Juni 2014 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht und trat 20 Tage später, also am 2. Juli 2014 in Kraft. Ausgelöst durch die Ereignisse der Finanzkrise sollen damit etwaige Regelungslücken des Finanzmarktrechts geschlossen bzw. bestehende Missstände durch strengere Regelungsvorgaben beseitigt werden. Der Regelungsbereich der Vorgängerrichtlinie MiFID I war zunächst (allein) auf den Finanzmarkt ausgerichtet. Im Bereich des Emissionshandels waren bisher nur Derivate auf Emissionsrechte erfasst und auch hier griffen teilweise Ausnahmetatbestände.¹³

Dies wird sich durch die MiFID II nun ändern. Durch die grundsätzliche Einordnung des Begriffs der Emissionsrechte unter den Begriff der Finanzinstrumente¹⁴ wird der Emissionshandel in Zukunft grundsätzlich den in der MiFID II festgelegten Regularien der Finanzmarktordnung unterfallen. Damit soll den in der Vergangenheit zu beobachtenden betrügerischen Aktivitäten auf Kassamärkten entgegengewirkt und ein höheres Maß an Marktsicherheit gewährleistet werden.

Für das bislang zweigeteilte Marktsystem des Emissionshandels, nämlich

- ▶ Börse und
- ▶ „Over-the-Counter“ (OTC)

¹¹ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. EU L 173 vom 12.06.2014, S. 349; „MiFID II“).

¹² Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (ABl. EU L 173 vom 12.06.2014, S. 84; „MiFIR“).

¹³ Vgl. Anhang I Abschnitt C MiFID I (RL 2004/39/EG).

¹⁴ Vgl. dazu Anhang I Abschnitt C, insbes. Nr. 11.

bedeutet dies u.a. eine Eingliederung in das grundsätzlich dreiteilige Marktsystem der MiFID II, nämlich¹⁵:

- ▶ geregelte Märkte,
- ▶ multilaterale Handelssysteme (Multilateral Trading Facilities, MTF) und
- ▶ organisierte Handelssysteme (Organised Trading Facility, OTF).

Letztere stellt die Einführung einer neuen Handelsplattform dar, um den gesamten organisierten Handel Regulierungsvorgaben zu unterwerfen. Der vormals außerbörsliche Handel sieht sich somit nun zahlreichen Transparenz- und Anlegerschutzbestimmungen gegenüber. Der unregulierte Handel wird hingegen zum Ausnahmefall.

Grundlage der vorliegenden Auswertung stellt die im Amtsblatt vom 12. Juni 2014 veröffentlichte Fassung der MiFID II dar¹⁶. Zusätzlich zu der inhaltlichen Erläuterung werden teilweise auch die Erwägungsgründe der Richtlinie angeführt, die Aufschluss über die Intention des EU-Gesetzgebers geben sollen. Insbesondere für die Ausnahmen vom Anwendungsbereich werden sodann nennenswerte Änderungen im EU-Gesetzgebungsverfahren dargelegt und eine Auswahl an Anmerkungen abgebildet, die im Konsultationsverfahren eingegangen sind.

Auch wenn die Richtlinie mittlerweile erlassen worden ist, können die Auswirkungen auf den Emissionshandel hier nur grob dargestellt und keine flächendeckenden, abschließenden Bewertungen abgegeben werden. Dies gilt einerseits deshalb, weil die Richtlinie den Mitgliedstaaten schon aufgrund ihrer Rechtsnatur nur einen bestimmten Rahmen für die inhaltliche Umsetzung vorgibt. Darüber hinaus sind in Zukunft weitere Konkretisierungen der einzelnen Bestimmungen zu erwarten, da in der Richtlinie zahlreiche Regelungsgrundlagen enthalten sind, die der Kommission und anderen Behörden die Möglichkeit bzw. Pflicht zur näheren Ausgestaltung bieten. Eine Übersicht über die weiteren Gestaltungsmöglichkeiten nach Verabschiedung der Richtlinie zeigt Tabelle 2.

¹⁵ ESMA verweist teilweise auch auf Systematische Internalisierer, diese stellen aber keinen Handelsplatz im Sinne MiFID II dar.

¹⁶ RL 2014/65/EU (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349).

Tabelle 2: Gestaltungsmöglichkeiten nach Verabschiedung von MiFID II

Kommission
<p>Viele EU-Rechtsakte im Bereich der Finanzdienstleistungen enthalten Ermächtigungsgrundlagen der Kommission, im Rahmen sog. „Level 2“-Maßnahmen materielle Rechtsakte zu erlassen. So soll zum einen durch delegierte Rechtsakte nach Art. 290 AEUV (Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union) eine Überflutung des europäischen Sekundärrechts mit technischen Details vermieden und dort, wo es von Nöten ist, die einheitliche Umsetzung einer Richtlinie durch Durchführungsrechtsakte nach Art. 291 AEUV gewährleistet werden. Auch in der MiFID II werden der Kommission diese Gestaltungsmöglichkeiten an die Hand gegeben, um von der ESMA zu erarbeitende technische Regulierungs- und Durchführungsstandards umzusetzen. Die Befugnis zum Erlass delegierter Rechtsakte wird der Kommission in zahlreichen Vorschriften übertragen und hat nach den in Art. 89 MiFID II enthaltenen Bedingungen zu erfolgen. Durchführungsrechtsakte kann die Kommission beispielsweise in den Fällen der Art. 7 Abs. 5, 12 Abs. 9 MiFID II erlassen, um die Zulassung von Wertpapierfirmen und die, bei dem Erwerb von Beteiligungen an solchen, vorzulegenden Informationen näher auszugestalten.</p>
ESMA
<p>Da die ESMA als europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde über besonderes Fachwissen verfügt, überträgt ihr die MiFID II an zahlreichen Stellen die Pflicht oder Kompetenz zur näheren Ausgestaltung der Verfahren, Anforderungen und Regulierungsstandards in Form von technischen Regulierungs- und Durchführungsstandards. Beispiele für technische Regulierungsstandards finden sich in den Artikeln 7 (über die Verfahren für die Erteilung der Zulassung von Wertpapierfirmen und die Ablehnung von Anträgen auf Zulassung), 12 (über den Beurteilungszeitraum der Behörden bei Zulassungsanträgen), 27 (über die Verpflichtung zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen), etc. Beispiele für technische Durchführungsstandards finden sich in den Artikeln 7, 12, 18 (über den Handel und Abschluss von Geschäften über MTF und OTF), etc. Zudem soll die ESMA Leitlinien entwickeln, um eine einheitliche Auslegung sicherzustellen und bei der Anwendung der Richtlinie Orientierung zu bieten. So trifft die ESMA beispielsweise in Art. 24 Abs. 11 MiFID II die Pflicht, Leitlinien für die Bewertung und Beaufsichtigung von Querverkäufen aufzustellen, um die im Rahmen des Art. 24 MiFID II vorgesehenen Bestimmungen zum Anlegerschutz zu gewährleisten.</p>
Mitgliedsstaaten
<p>Schon wegen der Ausgestaltung der MiFID II als Richtlinie kommt den Mitgliedstaaten die Pflicht zur Umsetzung der von ihr vorgegebenen Ziele zu. So gibt die Richtlinie den Mitgliedstaaten konkrete Pflichten oder auch Gestaltungsspielräume vor, die diese bei der Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht zu beachten haben. Art. 5 MiFID II enthält beispielsweise die Pflicht der Mitgliedstaaten, festzulegen, dass die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen der Zulassung bedarf. Wie zum Beispiel bei der Gestaltung von Ausnahmen für bestimmte Personen nach Art. 3 MiFID II räumt die Richtlinie den Mitgliedstaaten auch Gestaltungsspielräume ein. Nach Art. 93 MiFID II hat diese Umsetzung in Form von Rechts- und Verwaltungsvorschriften zu erfolgen, die größtenteils bis zum 3. Juli 2016 erlassen bzw. veröffentlicht und ab dem 3. Januar 2017 angewandt werden müssen.</p>
Fazit
<p>Durch diese weiteren Gestaltungsmöglichkeiten der Kommission, der ESMA und der Mitgliedstaaten unterliegt die Richtlinie auch nach Verabschiedung noch weiteren praktischen Konkretisierungen, die eine genaue Folgenabschätzung erst zu einem späteren Zeitpunkt möglich machen.</p>

Quelle: Noerr

Eingegliedert finden sich auch die nun auf Emissionshandelszertifikate erstreckten und spezifizierten Transparenzvorschriften, die maßgeblich durch die Verordnung (EU) Nr. 600/2014

(MiFIR) normiert werden. Die MiFIR ergänzt die MiFID II und wurde zusammen mit ihr im Amtsblatt vom 12. Juni 2014 veröffentlicht, womit auch sie am 2. Juli 2014 in Kraft trat. Geltung erlangen die Vorschriften der MiFIR in einem dreistufigen Prozess, wonach ein erster Teil der Regelungen ab dem 2. Juli 2014, ein zweiter Teil ab dem 3. Januar 2017 und ein dritter Teil ab dem 3. Januar 2019 anzuwenden ist. MiFID II und MiFIR schaffen zusammen den Rechtsrahmen, nach dem sich Wertpapierfirmen, geregelte Märkte und Datenübermittlungsdienstleister künftig zu richten haben. Als Verordnung erlangt die MiFIR unmittelbare Geltung in den Mitgliedstaaten, bedarf also keines umsetzenden nationalen Rechtsakts. Die MiFIR enthält insbesondere Anforderungen an die Vor- und Nachhandelstransparenz, die den Emissionshandel als sog. „Nichteigenkapitalinstrument“ grundsätzlich miterfassen. Abweichend von der grundsätzlichen Vorhandelstransparenzpflicht sehen die einschlägigen Regelungen für die zuständigen Behörden jedoch Ausnahmeregelungen vor¹⁷. Bezüglich der Nachhandelstransparenzpflicht können die zuständigen Behörden Marktbetreiber und Wertpapierfirmen gestatten, Einzelheiten zu Geschäften zu einem späteren Zeitpunkt zu veröffentlichen.¹⁸

Über die Transparenzpflichten von geregelten Märkten hinaus normiert die MiFIR ebenfalls neue Transparenzvorschriften für jene Wertpapierfirmen, die im OTC-Handel tätig sind. Die bislang nur auf Aktien und eigenkapitalähnliche Instrumente erstreckten Transparenzregelungen beziehen nun auch Emissionsrechte und Derivate mit ein, sofern letztere clearingfähig, zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen oder in einem MTF oder OTF gehandelt werden.

Durch die Ausweitung des Anwendungsbereichs der MiFID II auf Spot-Produkte des Emissionshandels erweitern sich die Marktbereiche, die der Finanzmarktüberwachung unterstellt werden. Dies hat dementsprechend Auswirkungen auf den Einzugsbereich der von der Überwachung betroffenen Marktakteure. Somit ist davon auszugehen, dass aufgrund der Ausweitung des Anwendungsbereichs der von der MiFID II erfassten Produkte zukünftig verstärkt Unternehmen der Realwirtschaft durch den für sie erforderlichen Emissionshandel von Finanzmarktregularien erfasst werden.

Unternehmen, die mit Emissionsrechten oder Derivaten hiervon handeln, müssen daher grundsätzlich eine Erlaubnis als Wertpapierfirma („BaFin-Lizenz“) beantragen.

3.1.1 Anwendungsbereich

MiFID II „gilt für **Wertpapierfirmen, Marktbetreiber**, (...), die in der Union (...) Wertpapierdienstleistungen erbringen oder Anlagetätigkeiten ausüben.“¹⁹

Als **Wertpapierdienstleistung bzw. Anlagetätigkeit** wird folgendes definiert:²⁰

1. Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die ein oder mehrere Finanzinstrument(e) zum Gegenstand haben,
2. Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden
3. Handel für eigene Rechnung
4. Portfolio-Verwaltung
5. Anlageberatung

¹⁷ D.h., dass den zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten (vgl. Definition in Art. 2 Abs. 1 Nr. 18 MiFIR) die Kompetenz zukommt, bestimmte Personen in einem vorgegebenen Rahmen selbst von der Regel auszunehmen, vgl. Fälle des Art. 8 MiFIR.

¹⁸ Vgl. Art. 11 MiFIR.

¹⁹ Art. 1 Abs. 1 MiFID II.

²⁰ Gem. Anhang I Abschnitt A MiFID II.

6. Übernahme der Emission von Finanzinstrumenten und/oder Platzierung von Finanzinstrumenten mit fester Übernahmeverpflichtung
7. Platzierung von Finanzinstrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung
8. Betrieb eines multilateralen Handelssystems (MTF)
9. Betrieb eines organisierten Handelssystems (OTF)

Unter die Bezeichnung **Finanzinstrumente**²¹ fallen wiederum u.a. folgende:

„(...) Nr. 4: Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps, außerbörsliche Zinstermingeschäfte (Forward Rate Agreements) und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Wertpapiere, Währungen, Zinssätze oder -erträge, Emissionszertifikate oder andere Derivat-Instrumente, finanzielle Indizes oder Messgrößen, die effektiv geliefert oder bar abgerechnet werden können

(...) Nr. 11: Emissionszertifikate, die aus Anteilen bestehen, deren Übereinstimmung mit den Anforderungen der Richtlinie 2003/87/EG (Emissionshandelssystem) anerkannt ist“²²

Folgende **Begründung** für den Kommissionsvorschlag wurde angeführt:

„Im Gegensatz zum Handel mit Derivaten sind Kassa-Sekundärmärkte für EU-Emissionszertifikate (EUA) weitgehend unreguliert. Auf den Kassamärkten sind zunehmend verschiedene betrügerische Praktiken zu beobachten, die das Vertrauen in das mit der EHS-Richtlinie der EU geschaffene Emissionshandelssystem (EHS) untergraben könnten. Parallel zu den Maßnahmen im Rahmen der EHS-Richtlinie der EU zur Verschärfung des Systems der EUA-Registrierungen und der Bedingungen für die Eröffnung eines Kontos für den Handel mit EUA soll mit dem Vorschlag der gesamte EUA-Markt der Finanzmarktregulierung unterworfen werden. Sowohl für die Kassa- als auch die Derivatmärkte wäre dann eine einzige beaufsichtigende Stelle zuständig. Die MiFID und die Richtlinie 2003/6/EG über Marktmissbrauch fänden Anwendung, womit ein deutlich höheres Maß an Marktsicherheit erreicht würde, ohne dass in die Zweckbestimmung dieses Marktes eingegriffen wird, die nach wie vor in der Reduzierung der Emissionen besteht. Darüber hinaus wird dies für Kohärenz mit den bereits für EUA-Derivate geltenden Regeln sorgen und zu größerer Sicherheit führen, da Banken und Wertpapierfirmen, die verpflichtet sind, Handelstätigkeiten auf Betrug, Missbrauch oder Geldwäsche hin zu überwachen, eine wichtigere Rolle bei der Überprüfung künftiger Kassahändler übernehmen.“²³

EFET²⁴ sah die Qualifizierung von Emissionsrechten als Finanzinstrumente mit großer Sorge und befürwortete eine spezielle Behandlung, da es sich letztlich um das Recht handelt, CO₂ zu emittieren. In Bezug auf Energieversorgungsunternehmen sah EFET die Gefahr, dass die Optimierungsgeschäfte mit Emissionsrechten, die sich aus Fahrplanänderungen beim Kraftwerkseinsatz ergeben, stark eingeschränkt würden. Diese und weitere Einschränkungen würden die Liquidität im Emissionshandelmarkt und somit die Klimaschutzziele der EU-Kommission erheblich belasten (EFET 2011).

Ähnlich wie EFET sahen die Verbände **DAI, BDI und VDT**²⁵ die Gefahr, dass durch die MiFID-Pflicht der Handel mit Emissionsrechten eingeschränkt würde und dadurch die Liquidität und Wirksamkeit des Systems beeinträchtigt werden könnte. Insbesondere KMU würden ihre Handelstätigkeiten aufgrund der mit den Anforderungen von MiFID/MiFIR verbun-

²¹ I.S.d Anhang 1 Abschnitt C MiFID II.

²² de facto also EUA, CER, ERU (auch im Spot-Handel)

²³ Vgl. Punkt 3.4.15 der Begründung des Kommissionsentwurfs.

²⁴ European Federation of Energy Traders

²⁵ Deutsches Aktieninstitut, Bundesverband der Deutschen Industrie, Verband Deutscher Treasurer

denen Kosten voraussichtlich deutlich reduzieren²⁶. Dies wäre insbesondere deshalb von Bedeutung, da in der dritten Handelsperiode aufgrund der gesunkenen kostenlosen Zuteilung deutlich mehr Unternehmen Zertifikate zukaufen müssen als bisher (DAI/BDI/VDT 2011).

Der **Bundesverband Öffentlicher Banken** forderte eine angemessene Umsetzungsfrist, um dem erheblichen, auch technischen Aufwand gerecht zu werden (VÖB 2013).

IETA²⁷ wies darauf hin, dass Emissionsrechte konzeptionell keine Finanzinstrumente wären und besser in den Energiemarkt eingegliedert werden sollten (IETA 2012).

²⁶ Hierbei sei angemerkt, dass das Handelsvolumen von KMU ohnehin relativ gering ist, insofern kann dies auch so interpretiert werden, dass die Ausweitung des Handelsvolumens der KMU eingeschränkt würde.

²⁷ International Emissions Trading Association

Bewertung Anwendungsbereich

Abgedeckte Primärrisiken:

Informationsprobleme, Marktmissbrauch, Betrug, Akzeptanzprobleme/Vertrauen

Entstehende Sekundärrisiken:

Steigende Transaktionskosten, Erschwerter Marktzugang, Sinkende Liquidität, Sinkende Akzeptanz/Vertrauen

Hauptsächlich betroffener Handelsplatz:

OTC

Hauptsächlich betroffene Marktteilnehmer:

Banken, KMU EVU, Große Industrie, KMU Industrie, Dienstleistungsunternehmen

Die Ausweitung des Anwendungsbereiches der MiFID-Regelungen auf den Kassa-Markt der Emissionsrechte hat zwei Seiten. Zum einen hat der Emissionshandelsmarkt mittlerweile ein relevantes Handelsvolumen, bei dem es grundsätzlich sinnvoll ist, ihn einer stärkeren Regulierung zu unterwerfen. Dadurch wird ein größerer Kreis an Handelsgeschäften erfasst, was die Datenbasis in Bezug auf Marktinformationen verbessert und insbesondere Marktmanipulation erschwert. Dies soll potentiellen Betrugsfällen und damit Akzeptanzverlust des Systems vorbeugen. Zu den Betrugsfällen in der Vergangenheit ist allerdings zu sagen, dass der Gefahr des (Umsatz-) Steuerbetrugs bereits durch die Einführung des Reverse-Charge-Verfahrens in einigen EU-Mitgliedstaaten verstärkt Einhalt geboten wurde. Betrügerische Praktiken wie Phishing- oder Hacker-Attacken wurden bereits durch die Sicherheitsvorkehrungen des Unionsregisters deutlich erschwert.²⁸

Zum anderen gilt für den größten Teil der Unternehmen, dass für sie mit einer Einstufung als Wertpapierfirma und den damit verbundenen Pflichten ein relativ hoher Aufwand einhergehen wird. Dies trifft vor allem auf alle KMU zu, auf den Großteil der großen Industrieunternehmen sowie auf den Großteil der Dienstleistungsunternehmen, die bislang nicht in den Anwendungsbereich der MiFID fielen und demnach keine BaFin-Lizenz zur Teilnahme am Handel erwerben mussten. Betroffen ist also insbesondere der Marktbereich, der bisher OTC abgewickelt wurde. Für eben solche Unternehmen sind deshalb insbesondere die Ausnahmeregelungen der MiFID II von Interesse (siehe nächsten Unterabschnitt).

Banken und große EVU sind nur indirekt betroffen. Die großen, handelsaktiven EVU erfüllen bereits teilweise die MiFID-Anforderungen, ebenso wie Banken. Allerdings kommen weitere Erfordernisse in Bezug auf ihre Rolle als Intermediär hinzu, und zwar in Bezug auf mögliche Handelspartner (siehe auch Abschnitt 5.1).

Bei der Gestaltung der Ausnahmeregelungen sollte insbesondere beachtet werden, dass denjenigen Unternehmen, die eine Anlage im Rahmen des EU-EHS betreiben, nach wie vor ein unkomplizierter Marktzugang ermöglicht wird. Der allergrößte Anteil dieser Unternehmen handelt nur im Rahmen der Erfordernisse des EU-Emissionshandels und stellt – insbesondere auch mengenmäßig – keinerlei Gefährdung für den Gesamtmarkt oder einzelne Marktteilnehmer dar. Es wäre daher eine unangemessene Belastung, wenn sie von den MiFID-Regelungen erfasst würden. Der Marktzugang für diese Unternehmen würde deutlich erschwert werden. Es fiel dieser Gruppe dadurch ungleich schwerer, ihre natürliche Long-Position²⁹ zu verkaufen. Ebenso hätten sie es bei einer – künftig

²⁸ Die hier genannten Betrugsfälle sind allerdings nicht spezifisch für den Emissionshandelsmarkt und letztlich nur bedingt durch eine verstärkte Finanzmarktregulierung zu unterbinden.

²⁹ Als Long-Position wird eine Situation bezeichnet, in der mehr von einem Gut vorhanden ist, als nach derzeitiger Unternehmensplanung benötigt wird (z.B. mehr EUA, als für die Produktion benötigt werden), also eine Überdeckung. Als Short-Position wird die gegenteilige Situation bezeichnet (also eine Unterdeckung).

zunehmenden - Short-Position ungleich schwerer, sich am Markt einzudecken. Die Transaktionskosten würden steigen, was dazu führen würde, dass viele Unternehmen so weit wie möglich dem Markt fernbleiben würden. Daher sind emissionshandelsspezifische Ausnahmeregelungen erforderlich, auch um die Akzeptanz des Systems, insbesondere bei KMU, nicht unnötig zu gefährden. Zudem ist es sinnvoll, auch weiterhin Handelsgeschäfte zu ermöglichen, die dazu dienen, Produktionsplanungen preislich abzusichern. Dies ist insbesondere für EVU wichtig, die ihre Stromproduktion teilweise Jahre im Voraus verkaufen und (um Preissicherheit zu haben) zeitgleich Emissionsrechte einkaufen.

3.1.2 Ausnahmen

Vom Regelungsbereich der MiFID II sind einige Personen ausgenommen. So gilt die Richtlinie u.a. nicht für (zwingende Ausnahmen³⁰):

- Handel für Mutter- oder Tochterunternehmen
(„Personen, die Wertpapierdienstleistungen ausschließlich für ihr Mutterunternehmen, ihre Tochterunternehmen oder andere Tochterunternehmen ihres Mutterunternehmens erbringen.“³¹)
Beispiel: Eine Energie-Holding handelt für ihr Tochterunternehmen, das die Energieanlagen betreibt.
- Handel von Anlagenbetreibern
(„Emissionshandelspflichtige Anlagenbetreiber, sofern sie beim Handel mit Emissionsrechten keine Kundenaufträge ausführen und sie keine anderen Wertpapierdienstleistungen erbringen oder Anlagetätigkeiten ausüben als den Handel für eigene Rechnung, es sei denn sie wenden dabei hochfrequente algorithmische Handelstechnik an.“³²)
Beispiel: Ein Zementhersteller kauft seine jährliche EUA-Unterdeckung am Markt zu.
- Handel für eigene Rechnung („Eigenhandel“)
(„Personen, die für eigene Rechnung und nicht in Ausführung von Kundenaufträgen Handel mit Warenderivaten oder Emissionsrechten oder Derivaten davon treiben, auch wenn es sich dabei um Market-Maker handelt.“³³)
Beispiel: Ein Finanzinstitut kauft EUAs, da es mit steigenden Preisen rechnet.
- Handel als Nebentätigkeit für Kunden („Nebentätigkeitsausnahme“)
(„Personen, die für die Kunden oder Zulieferer ihrer Haupttätigkeit andere Wertpapierdienstleistungen als den Handel für eigene Rechnung in Bezug auf Warenderivate oder Emissionsrechte oder Derivate davon erbringen, sofern
 - dies eine bloße Nebentätigkeit zu ihrer Haupttätigkeit darstellt, welche selbst nicht in der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, Bankgeschäften oder in der Tätigkeit als Market-Maker bestehen darf,
 - sie keine hochfrequente algorithmische Handelstechnik anwenden und
 - sie diese Tätigkeit der zuständigen Behörde jährlich melden und auf Aufforderungen darlegen, wieso diese Tätigkeit eine bloße Nebentätigkeit darstellen sollte.“³⁴)

³⁰ Nach Art. 2 (u.a.) MiFID II.

³¹ Art. 2 Abs. 1 b MiFID II.

³² Art. 2 Abs. 1 e MiFID II.

³³ Art. 2 Abs. 1 j i MiFID II.

³⁴ Art. 2 Abs. j ii MiFID II.

Zu den Ausnahmeregelungen des Kommissionsvorschlags erfolgten nachfolgende Stellungnahmen, die im weiteren Legislativverfahren nur zum Teil Berücksichtigung fanden.

In Bezug auf die Ausnahmen sah **EFET** den Grundansatz zunächst positiv, dass der Handel mit Emissionsrechten und Derivaten davon grundsätzlich als Nebentätigkeit von der Richtlinie ausgenommen wird, wenn er zur Absicherung von physischen Handelstätigkeiten erfolgt, um wirtschaftliche Risiken (z.B. Rohstoffpreissrisiken) abzusichern. Hierin erkannte EFET, dass eine Trennlinie zwischen den kommerziellen Energieliefer- und Energiebeschaffungsgeschäften (inkl. zugehöriger Risikomanagementtätigkeiten) auf der einen und traditionellen Finanzmarktstätigkeiten der Banken auf der anderen Seite gezogen wird.

Allerdings müsste noch deutlicher herausgearbeitet werden, dass Energiehandelsunternehmen auf jeden Fall vollständig von der MiFID II befreit sein sollten, wenn ihre Handelsaktivitäten der Absicherung von Rohstoffrisiken (insbesondere Preissrisiken) dienen.

Bestimmte Vorschriften der MiFID II und der MiFIR insbesondere die MiFID-Lizenzierungspflicht, sollten für nicht anwendbar erklärt werden, da diese einer ordnungspolitischen Eintrittsbarriere für kleinere Handelshäuser gleichkäme.

MiFID-lizenzierte Energiehandelshäuser müssten die Eigenkapitalanforderungen der Kapitaladäquanzrichtlinie (CRD)³⁵ erfüllen (falls die bisherige Ausnahme zum Ende 2014 nicht verlängert werden sollte), welche nicht für das physisch-orientierte Geschäft von Energieunternehmen ausgelegt sei. Daher sollte die laufende MiFID-Reform nur zeitgleich mit der CRD-Reform erfolgen.

Vom Zwangs-Clearing, dem Finanzinstrumente unterliegen, sollten Emissionsrechte in bestimmten Fällen ausgenommen werden, da EFET hier durch die Clearing-Auflagen die Liquidität des Marktes gefährdet sah.

EFET forderte eine genauere Begriffsdefinition insbesondere in Bezug auf die Ausnahmen, um die Umsetzung in nationales Recht zu erleichtern und eine konsistente Anwendung in allen Mitgliedstaaten zu sichern.

Insbesondere sollte dabei auch deutlich werden, dass die Aktivitäten von mit EVU verbundenen Energiehändlern ebenfalls freigestellt werden. Die genauere Definition der Nebentätigkeiten sollten dabei bereits textlich in der MiFID II verankert werden.

Darüber hinaus forderte EFET, dass ein bestimmtes Level an Handelsaktivitäten grundsätzlich zulässig sein sollte, ohne in den Geltungsbereich von MiFID II zu fallen. Dies wäre insbesondere für unabhängige kleine und mittlere Stromhändler wichtig. EFET verwies dabei auf den Mechanismus der sogenannten Clearingschwelle in der EMIR.

EFET wies ebenfalls darauf hin, dass die Ausrichtung von MiFID II insbesondere in Richtung Computer- und algorithmischen Handel gehen und nicht die originären Marktteilnehmer am Emissionshandel erfassen sollte. Dabei forderte EFET, dass auch solche Unternehmen von den Ausnahmen profitieren können sollten, die als Market-Maker oder direkte Börsenteilnehmer im Warenhandel tätig sind (EFET 2011).

Die Verbände **DAI, BDI und VDT** forderten, dass die Nebentätigkeitsausnahmen konkretisiert und dadurch sichergestellt werden sollte, dass nicht-finanzielle Unternehmen ihre Risiken aus ihrer Haupttätigkeit weiterhin absichern können, ohne dem regulatorischen Rahmen der MiFID II entsprechen zu müssen (DAI/BDI/VDT 2011).

³⁵ Die CRD begrenzt das Marktpreis-, Adressenausfall- und Vorleistungsrisiko durch Mindesteigenkapitalanforderungen für Marktrisiken die eingegangen werden.

Angeregt wurde auch eine quantitative Grenze, bei deren Unterschreitung die MiFID II nicht angewendet werden müsste.

Auch **IETA** forderte eine schärfere Definition der Nebentätigkeiten sowie eine klare Regelung auf EU-Ebene, um unscharfe Abgrenzungsfälle zu vermeiden. Darüber hinaus müssten auch Projektentwickler mit Ausnahmeregelungen berücksichtigt werden (IETA 2012).

Bewertung Ausnahmen

Abgedeckte Sekundärrisiken:

Erschwerter Marktzugang, Steigende Transaktionskosten, Sinkende Liquidität, Sinkende Akzeptanz/Vertrauen

Hauptsächlich betroffene Handelsplätze:

Auktionen³⁶, Börsen, OTC

Hauptsächlich betroffene Marktteilnehmer:

Große EVU, KMU EVU, Große Industrie, KMU Industrie, Dienstleistungsunternehmen

Der Erhalt von Ausnahmeregelungen für Unternehmen, die traditionell nicht am Finanzmarkt tätig sind, aber für ihre Tätigkeiten am Emissionshandelsmarkt teilnehmen müssen, ist insofern von Bedeutung, als dass diesen Unternehmen weiterhin ein angemessener Marktzugang gewährt werden sollte. Dabei sollte zum einen gesichert sein, dass die aktuelle Produktion, aber auch, dass Preisrisiken bei zukünftigen Produktionen (insbesondere im Strommarkt) durch Emissionsrechte weiterhin abgesichert werden können, ohne dass ein Anlagenbetreiber aufgrund dieser Hedging-Tätigkeit zwangsläufig in den MiFID-Anwendungsbereich fällt.

Dadurch, dass die Unternehmen nicht in den Anwendungsbereich fallen, können die Transaktionskosten relativ niedrig gehalten werden, was der Liquidität des Marktes zugutekommt. Dadurch wird auch die Akzeptanz des EU-EHS allgemein und des Instruments des Handels speziell gefördert.

Die o.g. Ausnahmeregelungen müssen allerdings teilweise noch konkretisiert werden; dies geschieht im derzeit noch andauernden Konsultationsprozess³⁷. Erst im Anschluss kann eine tiefergehende Bewertung erfolgen.

Neben dem wichtigen Aspekt, dass durch die Ausnahmen diejenigen Unternehmen, die einen einfachen Marktzugang benötigen, einen solchen auch erhalten, muss natürlich auch berücksichtigt werden, dass sinnvolle Schutzmechanismen nicht außer Kraft gesetzt werden.

Zudem ist davon auszugehen, dass Dienstleistungsunternehmen in Zukunft unter den Anwendungsbereich der MiFID fallen werden, da die Ausnahmetatbestände deren Intermediärstätigkeiten nicht berücksichtigen. Eine Vielzahl der beratend im Emissionshandel tätigen Dienstleister bieten ihrer Kundschaft den Erwerb oder die Veräußerung von Emissionsrechten als Zusatzleistung an. Dabei handelt es sich i. d. R. um Spot-Geschäfte, die sich durch ein relativ kleines Handelsvolumen auszeichnen. Viele Anlagenbetreiber (v.a. KMU) haben über Dienstleistungsunternehmen einen indirekten Marktzugang. Diese Unternehmen handeln in der Regel einmal pro Jahr eine relativ geringe Menge (üblicherweise 1.000 – 10.000 t). Allerdings sind die Dienstleistungsunternehmen, die deren Marktzugang darstellen, in den meisten Fällen nicht eigentumsrechtlich mit dem Anlagenbetreiber verflochten; der Großteil davon erfüllt auch die MiFID-Anforderungen nicht. Oftmals sind es kleine Dienstleistungsunternehmen, die auch in anderen Bereichen für den Anlagenbetreiber tätig sind, z.B. im Rahmen der Emissionsberichterstattung. Aufgrund der bestehenden Kundenbeziehung ist ein Missbrauch von Seiten des Dienstleistungsunternehmens als relativ geringes Risikopotential einzustufen. Allerdings würden diese Dienstleistungsunternehmen nach jetzigem Stand unter den Anwendungsbereich der MiFID II fallen. Hier wird ein relativ großes Risiko gesehen, dass diese Unternehmen in Zukunft davon absehen würden, ihren Kunden die Handelsdienst-

³⁶ Primärauktionen von EUAs erfolgen nach der EU Auktionsverordnung (VO Nr. 1031/2010): Auktionsplattformen sind nach dieser VO zwingend geregelte Märkte i.S.d. MiFID (vgl. Erwägungsgrund Nr. 29 und 30 sowie Art. 3 Nr. 39, Art. 35 Abs. 1 EU VO Nr. 1031/2010). Folglich unterliegen Primärauktionen der MiFID I und nunmehr auch der MiFID II.

³⁷ Die Aufnahme weiterer Ausnahmeregelungen ist nach in Kraft treten der MiFID II auf EU-Ebene kaum mehr möglich.

leistungen weiter anzubieten, da der Erwerb einer BaFin-Lizenz für den Großteil dieser Unternehmen weder aus finanziellen noch administrativen Gesichtspunkten in Frage kommen wird. Von den Ausnahmeregelungen sind einige Marktplätze betroffen, direkt oder indirekt. Die Plattformbetreiber der Auktionen sollten sicherstellen, dass auch nicht MiFID-fähige Unternehmen einen adäquaten Marktzugang erhalten³⁸. Auch die Börsen des Sekundärmarkts sollten über einfachere Preis- und Marktzugangsmodelle nachdenken, mit denen über Intermediäre auch die sonstigen Anlagenbetreiber erreicht werden. Letztlich ist insbesondere auch der OTC-Markt betroffen. Von den Ausnahmeregelungen wird es abhängen, ob dieser in Zukunft noch eine Rolle spielen wird.

3.1.3 Transparenzvorschriften und Meldung von Geschäften

Emissionsrechte und Derivate von Emissionsrechten werden in der MiFIR als „Nichteigenkapitalinstrument“ eingeordnet³⁹. Marktbetreiber und Wertpapierfirmen, die einen Handelsplatz betreiben (also Betreiber von Börsen, MTFs und OTFs) unterliegen nun besonderen **Vorhandelstransparenzvorgaben**⁴⁰. Danach sind die aktuellen Kurse und die Tiefe der Handelspositionen⁴¹ zu diesen Kursen über die jeweiligen Systeme zu veröffentlichen. Die Vorhandelstransparenz gilt auch für („nur“) verbindliche Interessenbekundungen.⁴² Informationen sind während der üblichen Handelszeiten kontinuierlich zu veröffentlichen.⁴³ Nicht zu melden sind allerdings solche Geschäfte von nichtfinanziellen Gegenparteien⁴⁴ mit Derivaten, durch die die objektiv messbaren Risiken verringert werden und die in direktem Zusammenhang mit der Geschäftstätigkeit oder Geschäftsfinanzierung des Unternehmens stehen. Ausnahmegewährungen von der Vorhandelstransparenzpflicht sind nur in bestimmten Fällen durch die nationalen Behörden möglich.⁴⁵ Diese können die Vorhandelstransparenzpflicht auch vorübergehend aussetzen, wenn die Liquidität einer Kategorie von Finanzinstrumenten unter einen bestimmten Schwellenwert fällt.⁴⁶ Dadurch soll ein solider Transparenzrahmen für alle einschlägigen Finanzinstrumente geschaffen werden.⁴⁷ Die Ausnahmegewährungen sind der ESMA zu melden, welche die Anwendungspraxis beaufsichtigt und der Kommission jährlich Bericht erstattet. Die ESMA konkretisiert die Ausnahmeregelungen und Liquiditätsschwellenwerte in Form von technischen Regulierungsstandards.⁴⁸

Die **Nachhandelstransparenz** für Emissionsrechte und Derivate ist in Art. 10 MiFIR geregelt. Betreiber von Handelsplätzen sind bezüglich Geschäften mit Nichteigenkapitalinstrumenten verpflichtet, Kurs, Volumen und Zeitpunkt des jeweiligen Geschäfts so nah in Echtzeit wie möglich zu veröffentlichen. Je nach Umfang und Art der Geschäfte können die zuständigen Behörden in bestimmten Fällen auch die spätere Veröffentlichung gestatten.⁴⁹ Auch die Nachhandelstransparenzpflicht kann ausgesetzt werden, wenn die Liquidität einer Instrumentenkategorie einen bestimmten Schwellenwert unterschreitet. Auch hier ist die ESMA mit der Beaufsichtigung und näheren Ausgestaltung betraut.

³⁸ Also z.B. ein Zugang zu den Primärauktionen für Anlagenbetreiber über den auction-only-Zugang der EEX.

³⁹ Vgl. Kapitel 2 MiFIR.

⁴⁰ Vgl. Art. 8 MiFIR.

⁴¹ Die Tiefe der Handelsposition stellt das dahinterstehende Volumen eines Angebots- oder Nachfragekurses dar. Also wieviel Volumen zu dem angegebenen Kurs nachgefragt oder angeboten wird.

⁴² Vgl. Art. 8 Abs. 1 Satz 2 MiFIR.

⁴³ Art. 8 Abs. 2 Satz 3 MiFIR.

⁴⁴ D.h. ein in der EU niedergelassenes Unternehmen, das keine Wertpapierfirma, kein Kreditinstitut, kein Versicherungsunternehmen und kein Rückversicherungsunternehmen ist.

⁴⁵ Für einzelne Voraussetzungen vgl. Art. 9 MiFIR.

⁴⁶ Vgl. Art. 8 Abs. 4 MiFIR.

⁴⁷ Vgl. Erwägungsgrund 14 MiFIR.

⁴⁸ Vgl. Art. 8 Abs. 5 MiFIR.

⁴⁹ Art. 11 MiFIR, weitere Regelungen in Abs. 2.

Das **Centrum für Europäische Politik (cep)** kam zu folgender Bewertung (CEP 2012):

„Die Ausdehnung der Vor- und Nachhandelstransparenz auf grundsätzlich alle Finanzinstrumente fördert die Marktintegrität, da Marktmanipulation und Insiderhandel von den Marktteilnehmern leichter aufgedeckt werden können. Sie trägt dazu bei, dass die Marktteure die Plattformen zur Durchführung des Handels besser vergleichen können und die Preisbildung durch Vereinfachung des Preisfindungsprozesses effizienter wird. Die Transparenz im Vorhandel senkt die Kosten für die Suche eines geeigneten Handelspartners, mit der im Nachhandel können die Akteure leichter beurteilen, ob ein Geschäft für sie zum bestmöglichen Preis ausgeführt wurde.

(...)

Sowohl die Pflicht zur Aufzeichnung von Geschäften als auch deren Meldung an die Aufsichtsbehörden fördert die Stabilität und Integrität der Märkte, da die Behörden die Einhaltung der Vorschriften eher gewährleisten können. Beides stärkt damit das Vertrauen der Marktteure in die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte. Meldepflichten und Nachhandelstransparenzpflichten sollten aber keinen doppelten Aufwand verursachen.“

Am 2. Februar 2012 nahm die **IETA** folgendermaßen Stellung:

„Die Vorhandelstransparenz für den Emissionszertifikatsmarkt hängt vorrangig von Informationen ab, die die öffentliche Verwaltung hat (Aggregate Emission Data, Allocation Data or Auction Volume).

Zur Nachhandelstransparenz: Preisrelevante Informationen sind bislang schon öffentlich zugänglich. Anonymisierte, später vorgelegte Daten (nahezu in Echtzeit veröffentlicht) über einen eingetretenen Geschäftsabschluss und sein Volumen würden verlässliche Preisinformationen über abgeschlossene Kontrakte bieten und gleichzeitig dem Liquiditätserhalt dienen. Zudem würden alle Marktbeteiligten ein besseres Verständnis von der Marktentwicklung und -trends gewinnen.

Die Veröffentlichung von reinen bilateralen Transaktionen aufgrund der Nachhandelstransparenzpflicht wirft Fragen, insbesondere hinsichtlich des damit verbundenen Sinn und Zwecks, auf. Bilaterale individuelle Transaktionen sind schon ihrer Natur nach individuell. Die Offenlegung dieser Geschäftsabschlüsse ist wohl eher von niedriger Relevanz. Zudem dürften praktische Probleme hinsichtlich der Veröffentlichung und gleichzeitiger Wahrung der Vertraulichkeit von Daten bestehen.“

Bewertung Transparenzvorschriften und Meldung von Geschäften

Abgedeckte Primärrisiken:

Informationsprobleme, Marktmissbrauch, Betrug, Akzeptanzprobleme/Vertrauen

Entstehende Sekundärrisiken:

Steigende Transaktionskosten, Erschwerter Marktzugang, Sinkende Liquidität

Hauptsächlich betroffene Handelsplätze:

Auktionen, Börsen, OTC

Um die Möglichkeiten der Preisinformation zu erhöhen und somit das Risiko der Marktmanipulation zu Ungunsten weniger informierter Marktteilnehmer zu minimieren, sollen Wertpapierfirmen und die verschiedenen Marktplätze ihre Handelsgeschäfte, insbesondere die Preise, transparent darstellen. Durch die Meldung der Handelsgeschäfte soll auch das Betrugsrisiko minimiert werden. Diese Maßnahmen sollen dazu dienen, bei den Marktteilnehmern die Preisunsicherheit zu minimieren und für eine höhere Akzeptanz des Handelssystems zu sorgen.

Allerdings entstehen dadurch insbesondere bei kleineren Marktplätzen zusätzliche Kosten, die sich in Form erhöhter Transaktionskosten für die Marktteilnehmer und dadurch auch eines erschweren Marktzugangs niederschlagen. Ist die Hürde zum Handel dadurch hoch genug, so hat dies auch einen negativen Einfluss auf die Marktliquidität.

Plattformbetreiber für Auktionen und Börsen sind von den Transparenzvorschriften betroffen, allerdings ist davon auszugehen, dass es sie vor keine Probleme stellen wird, die Anforderungen zu erfüllen.

Tatsächlich wird der Großteil des Handels mit Emissionsrechten bereits über Börsen abgewickelt oder zumindest gecleart, d.h. der Großteil der Handelsgeschäfte ist ohnehin schon reguliert. Es ist davon auszugehen, dass die zusätzliche Veröffentlichung von Informationen zu Handelsgeschäften im Emissionshandel keinen großen Mehraufwand für die Handelsplätze darstellen wird.

3.1.4 Feststellung Kundeneignung

Erbringt eine Wertpapierfirma Anlageberatung oder Portfolio-Management, so muss sie feststellen, ob der jeweilige Kunde geeignet ist, diese Geschäfte durchzuführen bzw. ob diese für den Kunden zweckmäßig sind. Sie muss auf mögliche Gefahren und Risiken hinweisen.⁵⁰

Am 2. Februar 2012 nahm die **IETA** folgendermaßen Stellung:

„Die Feststellung der Kundeneignung ist ein wirksames Instrument, um Kunden vor potentiellen Risiken, die dieser ggf. nicht einschätzen kann, zu schützen. Allerdings stellt sie auch eine zusätzliche Belastung der Wertpapierfirmen dar und somit eine Hürde, um mit Kunden Handel zu betreiben. Dies erhöht die Marktbarrieren bzw. die Transaktionskosten gerade für kleinere Unternehmen.“

⁵⁰ Art. 25 MiFID II.

Bewertung Feststellung Kundeneignung

Abgedeckte Primärrisiken:

Informationsprobleme, Betrug, Akzeptanzprobleme/Vertrauen

Entstehende Sekundärrisiken:

Steigende Transaktionskosten, Erschwerter Marktzugang, Sinkende Liquidität, Sinkende Akzeptanz/Vertrauen

Hauptsächlich betroffene Handelsplätze:

Auktionen, Börsen, OTC

Hauptsächlich betroffene Marktteilnehmer:

Alle unter den Anwendungsbereich der MiFID II fallenden

Viele Anlagenbetreiber konzentrieren sich auf ihr Kerngeschäft und verwenden nur einen geringen Zeitaufwand auf den Handel mit Emissionsrechten bzw. wickeln die Handelsgeschäfte durch eine Bank, ein EVU oder ein Dienstleistungsunternehmen ab. In diesen Unternehmen ist oftmals nur ein geringes Handels- und Markt-Know-how vorhanden.

Um diese Unternehmen über den Handel allgemein und den Emissionshandelsmarkt speziell aufzuklären, kann es sinnvoll sein, sie z.B. mittels Beraterprotokollen über mögliche Gefahren und Risiken zu informieren. Dies beugt betrügerischen Aktivitäten vor und kann somit zu einer gesteigerten Akzeptanz führen.

Hierbei sollte im Rahmen der durch die Kommission noch auszuarbeitenden delegierten Rechtsakte darauf geachtet werden, dass beim Beratungsumfang die Bedürfnisse des jeweiligen Unternehmens beachtet werden und bei Unternehmen, für die der Emissionshandel nur eine geringe Relevanz hat, der Beratungsaufwand auch gering gehalten werden kann.

Die mit einem erhöhten Beratungsaufwand verbundenen Transaktionskosten könnten Auswirkungen auf das Geschäftsmodell von Wertpapierfirmen oder anderen Dienstleistern haben, die den zusätzlichen Beratungsaufwand ggf. als Anlass nehmen, den vergleichsweise „weniger rentablen“ Kundenkreis nicht mehr zu bedienen, oder die Kosten der Beratungsleistungen soweit anzuheben, dass gerade kleineren Unternehmen der Marktzugang erschwert bzw. verteuert wird.

3.1.5 Aufzeichnungspflicht

Wertpapierfirmen sind verpflichtet, Aufzeichnungen über alle ihre Dienstleistungen, Tätigkeiten und Geschäfte vorzunehmen, um es der zuständigen Behörde zu ermöglichen, ihrer Aufsichtspflicht nachzukommen, die Durchsetzungsmaßnahmen der MiFID II, MiFIR, CRIM-MAD und MAR zu ergreifen und sich zu vergewissern, dass sämtliche Verpflichtungen, insbesondere gegenüber (potentiellen) Kunden und im Hinblick auf die Integrität des Marktes, eingehalten werden.⁵¹ Hierzu gehören auch die Aufzeichnung der Kommunikation zumindest in Bezug auf die beim Handel für eigene Rechnung getätigten Geschäfte und die Erbringung von Dienstleistungen, die sich auf die Aufnahme, Übermittlung und Ausführung von Kundenaufträgen beziehen oder die Kommunikation, mit der solche Geschäfte oder Dienstleistungen veranlasst werden sollten, auch wenn es zu keinem Abschluss kam. Telefongespräche und elektronische Kommunikation müssen dementsprechend aufgezeichnet, persönliche Gespräche mit den Kunden deshalb vermieden und die Kunden über die Aufzeichnung informiert werden. Platzieren Kunden ihre Aufträge über andere Kanäle, müssen die Mitteilungen über dauerhafte Datenträger erfolgen (E-Mail, Fax, etc.) und bei persönlichen Gesprächen Protokolle oder Vermerke angefertigt werden. Diese Aufzeichnungen sind grundsätzlich 5 Jahre,

⁵¹ Art. 16 Abs. 6 MiFID II.

auf Verlangen der Behörde 7 Jahre, aufzubewahren und dem Kunden auf Wunsch jederzeit zur Verfügung zu stellen.⁵²

Die Aufzeichnungspflicht von Telefongesprächen oder elektronischen Mitteilungen in Bezug auf Eigengeschäfte und in Zusammenhang mit Kundenorders wurde von mehreren Stellen als kritisch und mit unverhältnismäßig hohen Kosten einhergehend angesehen (z.B. Die Deutsche Kreditwirtschaft 2011; Bundesrat 2012). **CEP** hingegen sah darin eine Stärkung des Vertrauens der Marktteure in die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte (CEP 2012).

Bewertung Aufzeichnungspflicht

Abgedecktes Primärrisiko:

Betrug, Akzeptanzprobleme/Vertrauen

Entstehende Sekundärrisiken:

Steigende Transaktionskosten, Sinkende Akzeptanz/Vertrauen

Hauptsächlich betroffener Handelsplatz:

OTC

Betroffene Marktteilnehmer:

Alle unter den Anwendungsbereich der MiFID II fallenden

Die Aufzeichnung von Kundengesprächen soll einen Schutzmechanismus für die Marktteilnehmer darstellen und somit Betrugsgeschäften vorbeugen und dadurch die Akzeptanz des Handelssystems erhöhen. Allerdings muss die Frage gestellt werden, inwiefern diese Maßnahmen immer notwendig sind.

Betroffen von der Aufzeichnungspflicht ist insbesondere der OTC-Markt. Was die direkten Kosten angeht, so spielt es eine entscheidende Rolle, welche Unternehmen unter den Anwendungsbereich von MiFID II fallen. Viele Banken und große EVU führen allein aus Eigeninteresse oftmals eine Aufzeichnung ohnehin bereits durch. Für andere Marktteilnehmer wäre dies jedoch ggf. mit hohen Anschaffungs- und Betriebskosten verbunden. Die Transaktionskosten würden steigen und somit der Marktzugang erschwert, was wiederum zu Lasten der Liquidität ginge. Die obligatorischen Gesprächsaufzeichnungen könnten dadurch wiederum die Akzeptanz des EHS durch einige Marktteilnehmer schwächen.

Bezüglich der indirekten Kosten ist damit zu rechnen, dass eine Gesprächsaufzeichnung tendenziell zu einer leichten Erhöhung der Transaktionskosten führen wird. Allerdings sollte dies bei den großen Marktteilnehmern, die die Infrastruktur bereits haben, schon berücksichtigt sein.

3.1.6 Handelssysteme

Mit Inkrafttreten der MiFID I im Jahr 2007 wurde mit den sog. multilateralen Handelssystemen (Multilateral Trading Facility, MTF) zusätzlich zu den geregelten Märkten die Möglichkeit eines börsenähnlichen Handelsplatzes definiert. Allerdings wurden davon bei weitem nicht alle Handelsgeschäfte erfasst und es gab nach wie vor zahlreiche Handelsgeschäfte außerhalb der definierten Handelssysteme („Over-the-Counter“, OTC). Es entstanden sog. „Dark Pools“, anonyme Handelsplattformen außerhalb des offenen Wertpapierhandels. Um diese als intransparent erachteten Handelsplattformen in den Erfassungsbereich der MiFID einzugliedern, führt die MiFID II sog. organisierte Handelssysteme (Organised Trading Facility, OTF) ein. In diesen Märkten gelten die o.g. Transparenzvorschriften ebenso wie im geregelten Markt.

⁵² Art. 16 Abs. 7 MiFID II.

Neben handelsplatzspezifischen Anforderungen müssen **alle Handelsplätze folgende organisatorischen Voraussetzungen** erfüllen:

- ▶ Hauptziel: Schaffung von Sicherheitsvorkehrungen, Vermeidung von Marktstörungen, Gewährleistung der Funktionsfähigkeit/Belastbarkeit der Plattform auch in Stressphasen;
- ▶ die Systeme sollen u.a. geeignet sein, den Handel zwischenzeitlich einzustellen, in Ausnahmefällen Geschäfte zu stornieren/ändern/berichtigen oder auch Aufträge abzulehnen;
- ▶ diesbezüglich werden die Handelsplatzbetreiber zukünftig umfangreichen und immer geltenden Prüfpflichten ausgesetzt sein;
- ▶ Veröffentlichungspflichten von Jahresdaten über die Ausführungsqualität auf ihren jeweiligen Handelsplattformen (Angaben zu den Kursen, Schnelligkeit und Wahrscheinlichkeit der Auftragsausführung);
- ▶ Vor-/Nachhandelstransparenzpflichten nach MiFIR identisch zu den Vor-/Nachhandelstransparenzpflichten für Wertpapierfirmen, vgl. Art. 313 MiFIR.

Die **CEP**-Analyse meinte dazu (CEP 2012):

„Die Kommission hat in ihrem Verordnungsvorschlag zu OTC-Derivaten⁵³ bereits wichtige Schritte zur Reduktion systemischer Risiken eingeleitet. Dazu gehören die Clearingpflichten für standardisierte Derivate und die Transparenz über getätigte Geschäfte (Meldepflichten an das Transaktionsregister). Die darüber hinausgehende Vorschrift, manche qualifizierte Derivate nur noch auf Handelsplätzen (geregelter Markt, MTF, OTF) handeln zu dürfen, ist verfehlt. Sie schränkt die Freiheit der Handelsakteure bei der Wahl des für sie optimalen Handelsortes und -partners ein und bevorteilt die Handelsplätze, ohne dass dem ein klarer Mehrwert gegenübersteht. Insbesondere sind keine Vorteile für Kleinanleger ersichtlich, da vor allem professionelle Anleger mit diesen Derivaten handeln. Darüber hinaus kann diese Vorschrift den durch die bisherige MiFID-RL angestoßenen Wettbewerb zwischen den verschiedenen Handelsausführungsarten wieder einschränken.“

Geregelte Märkte

Die Definition des geregelten Marktes findet sich in Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II. Danach handelt es sich um ein von einem Marktbetreiber betriebenes und/oder verwaltetes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach seinen nichtdiskretionären Regeln in einer Weise zusammenführt oder das Zusammenführen fördert, die zu einem Vertrag in Bezug auf Finanzinstrumente führt, die gemäß den Regeln und/oder den Systemen des Marktes zum Handel zugelassen wurden, sowie eine Zulassung erhalten hat und ordnungsgemäß und gemäß den Bestimmungen des Titels III der MiFID II funktioniert.

Den geregelten Markt kennzeichnen damit folgende Punkte:

1. kann niemanden ablehnen (non-discriminatory Access)
2. kann nicht über die Zusammenführung von Kaufs- oder Verkaufsaufträgen entscheiden
3. die Best-execution-Regel findet keine Anwendung⁵⁴
4. eine Börse kann NICHT ihr Eigenkapital einsetzen, um Kunden Positionen abzunehmen
5. Finanzinstrumente sind zulassungspflichtig

⁵³ KOM (2010) 484.

⁵⁴ D.h. die Verpflichtung, die Order eines Kunden in seinem Interesse bestmöglich auszuführen, d.h. für den Kunden den besten Preis zu finden.

Der Betrieb eines geregelten Marktes bedarf grundsätzlich der Zulassung durch die zuständige Behörde⁵⁵. Die Vor-/Nachhandelstransparenzpflichten⁵⁶ knüpfen an die geregelten Märkte an, sodass diese zu beachten sind, sofern Emissionsrechte und Derivate zum Handel zugelassen sind. Zudem sind die Betreiber geregelter Märkte verpflichtet sicherzustellen, dass sämtliche Geschäfte mit Derivaten, die der Clearingpflicht⁵⁷ unterliegen und die über einen geregelten Markt abgeschlossen werden, von einer zentralen Gegenpartei (Central Counterparty, CCP) gecleart werden.⁵⁸ Die Festlegung, welche Derivate im Nachhandel durch die CCP gecleart werden müssen sowie welche der qualifizierten Derivate nur an Handelsplätzen gehandelt werden dürfen, entscheidet die ESMA⁵⁹. Voraussetzung für die Handelsplatzpflicht ist, dass das fragliche Derivat bereits auf mindestens einem Handelsplatz zugelassen ist oder gehandelt wird und „ausreichend liquide“ ist⁶⁰. Über letzteres bestimmt die ESMA in technischen Regulierungsstandards⁶¹.

Multilaterale Handelssysteme (MTF)

Die Terminologie des MTF wurde 2007 mit Inkrafttreten von MiFID ins Leben gerufen. Ein MTF ist ein von einer Wertpapierfirma oder einem Marktbetreiber betriebenes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Regeln und nach den Bestimmungen der MiFID II⁶² zusammenführt.⁶³ Für MTF gelten zunächst die o.g. allgemeinen Organisationspflichten. Zudem bedarf es der Festlegung eines besonderen Handlungsrahmens, der auf den MTF-Markt abgestimmt ist und es sind Berichtspflichten über die Funktionsweise des MTF zu erfüllen.

Ein MTF kann demnach

1. niemanden ablehnen (non-discriminatory-access) und
2. nicht über die Zusammenführung von Kaufs- oder Verkaufsaufträgen entscheiden.
3. Darüber hinaus ist die Verwendung von Eigenkapital zur Abnahme von Kundenpositionen NICHT möglich.

Wertpapierfirmen bzw. Betreiber eines MTF müssen zahlreiche organisatorische Anforderungen erfüllen.⁶⁴

Beispiele für MTF sind der Freiverkehr verschiedener deutscher Börsen.

Organisierte Handelssysteme (OTF)

Nach wie vor findet ein gewisser, geringer Anteil des CO₂-Handels im Rahmen des EU-EHS im unregulierten außerbörslichen Bereich, also OTC, statt.⁶⁵ Dies soll sich mit Einführung von MiFID II ändern. Durch die Einführung des neuen OTF sollen alle Formen organisierten, außerbörslichen Handels von einer neuen, regulierten Form von Handelsplätzen erfasst werden. In dieser Konsequenz sehen sich die agierenden Broker und Zwischenhändler neuen

⁵⁵ Vgl. Art. 44 MiFID II.

⁵⁶ Nach MiFIR in Art. 3 – 13.

⁵⁷ Nach Art. 4, 5 Abs. 2, 4 EMIR.

⁵⁸ Vgl. Art. 29 MiFIR.

⁵⁹ Vgl. Art. 32 MiFIR.

⁶⁰ Vgl. Art. 32 Abs. 2 MiFIR.

⁶¹ Vgl. Art. 32 Abs. 3 MiFIR.

⁶² D.h. in einer Weise, die zu einem Vertrag nach Titel II MiFID II führt.

⁶³ Vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 MiFID II.

⁶⁴ Vgl. dazu Titel II der MiFID II.

⁶⁵ 2013 belief sich der OTC-Anteil auf circa 15% des Gesamtvolumens im Sekundärmarkt (Thomson Reuters Point Carbon 2014, S. 4).

Verhaltens- und Organisationspflichten gegenüber. Zudem werden den zuständigen Aufsichtsbehörden Informations- und Interventionsrechte ermöglicht. Der Umfang an Handelsgeschäften mit Emissionsrechten in unregulierten Marktbereichen⁶⁶ soll somit die Ausnahme von der Regel werden. Emissionsrechte und Derivate hiervon werden Gegenstand stärkerer Regulierung sein; hierfür sollen OTF als Auffangkategorie dienen.

Ein OTF ist ein multilaterales System, bei dem es sich nicht um einen geregelten Markt oder ein MTF handelt und das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf u.a. von Emissionsrechten oder Derivaten hiervon innerhalb des Systems nach den Bestimmung der MiFID II⁶⁷ zusammenführt.⁶⁸

Die Kennzeichen eines OTF sind u.a. die folgenden:

1. KANN Teilnehmer ablehnen
2. KANN über die Zusammenführung von Kaufs- und Verkaufsprodukten entscheiden
3. die Best-execution-Regel FINDET Anwendung, d.h. muss befolgt werden
4. Verwendung von Eigenkapital zum Kauf von Positionen ist NICHT möglich

Anders als bei Handelsplätzen geregelter Märkte bzw. MTFs haben OTFs einen Entscheidungsspielraum hinsichtlich der Modalität der Auftragsausführung. Eine weitere Besonderheit gegenüber MTFs bzw. geregelten Märkten ist, dass der Einsatz von Eigenkapital untersagt ist. Es bestehen außerdem Berichtspflichten über die Funktionsweise des OTF sowie darüber, warum das System in der Form des OTF (und nicht als geregelter Markt/MTF) betrieben wird. Umfangreiche Sicherheitsvorkehrungen sind nur bei algorithmischem Handel erforderlich.

Während die EZB die Einführung von OTFs begrüßte (EZB 2012), sahen DAI, BDI und VDT die Gefahr, dass dadurch nicht-finanzielle Unternehmen in den Geltungsbereich von MiFID II fallen könnten, obwohl sie eigentlich ausgenommen werden sollten (DAI/BDI/VDT 2011).

Kritisiert wurde u.a. die Differenz der Marktinfrastrukturen zwischen Emissionshandel und Finanzmarkt (also Zweiteilung Sekundärmarkt des Emissionshandels in Börse und bislang unregulierten OTC-Handel) und Dreiteilung der Finanzmarktstruktur in geregelten Markt, MTF und OTF. Die begriffliche Abgrenzung von OTFs zu geregelten Märkten und MTFs wurde kritisch gesehen und es als konsequenter erachtet, die Definition der MTFs auf bisher nicht regulierte Geschäfte auszuweiten. Der Dreiteilung wurde vorgeworfen, dadurch Rechtsunsicherheit zu verursachen, die ja durch die Neuerstreckung auf den Emissionshandel auch auf diesen übergehen würde.

Zudem wird in einigen Stellungnahmen hinterfragt, ob die Einordnung des Emissionshandels in die Marktinfrastuktur des Finanzmarktes tatsächlich einen zuverlässig funktionierenden Handel mit Emissionsrechten gewährleisten kann oder ob sich der Emissionshandel mit den neuen Pflichten überfordert sieht.

⁶⁶ Z.B. der direkte Handel zwischen Anlagenbetreibern oder der Handel zwischen einer Holding und ihrer Tochtergesellschaft.

⁶⁷ D.h. in einer Weise, die zu einem Vertrag nach Titel II MiFID II führt.

⁶⁸ Vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 MiFID II.

Bewertung Handelssysteme

Abgedeckte Primärrisiken:

Marktmissbrauch, Betrug

Entstehende Sekundärrisiken:

Steigende Transaktionskosten, Erschwerter Marktzugang, Sinkende Liquidität

Hauptsächlich betroffene Handelsplätze:

Börsen, OTC

Betroffene Marktteilnehmer:

Alle (auch vermeintlich durch Ausnahmeregelungen ausgenommene Marktteilnehmer)

Mit der Einführung der OTF soll der Großteil des bisherigen (relativ kleinen) Marktbereichs OTC nun auch auf eine regulierte Handelsplattform geleitet werden. Dadurch sollen mögliche Marktmanipulationen und Betrugsgeschäfte erschwert werden.

Für die originären Finanzmarktgeschäfte mag dies die angemessene Reaktion auf dortige Entwicklungen sein. Allerdings ist fraglich, ob sie den Besonderheiten des CO₂-Marktes gerecht wird. Der Großteil der CO₂-Handelsgeschäfte wird ohnehin über Börsen abgewickelt und somit bereits reguliert. Diese Börsengeschäfte werden von einer relativ geringen Zahl an Unternehmen durchgeführt. Der allergrößte Teil der Teilnehmer am EU-EHS handelt allerdings OTC und macht nur einen sehr geringen Marktanteil hinsichtlich des Handelsvolumens aus.

Die Erweiterung marktrechtlicher Vorgaben durch die Einführung der OTF könnte daher Auswirkungen auf das Handelsverhalten vieler CO₂-Marktteilnehmer haben.

So ist davon auszugehen, dass die Umsetzung regulatorischer Vorgaben mit einer Erhöhung der Transaktionskosten für die im OTC Segment tätigen Marktteilnehmer verbunden ist. Es bleibt abzuwarten, ob dies negative Auswirkungen auf die Liquidität im und die Akzeptanz des EU-EHS haben wird, oder ob –im Gegenteil- ein größeres Vertrauen in den Gesamtmarkt geschaffen werden kann. Das mit der Regulierung des OTC-Marktes angestrebte Ziel, verbesserte Schutzmechanismen für eine größere Zahl an Marktteilnehmern zu erreichen, wird mit Einbußen hinsichtlich der einfachen Abwicklung von Handelsgeschäften verbunden sein.

Neben den Auswirkungen auf den OTC-Markt bleibt abzuwarten, wie sich die neuen Regelungen auf die Börsen auswirken. Denkbar wäre eine Ausweitung des Geschäfts, da davon auszugehen ist, dass ein Teil der bisher am OTC-Markt tätigen Unternehmen auf eine der etablierten CO₂-Börsen ausweicht. Denkbar wäre aber auch, dass sich die neuen OTF-Marktplätze als attraktiver, auch für die bisherigen Börsenteilnehmer, erweisen und somit dort Liquidität abziehen.

3.1.7 Positionsmeldungen

Sofern die Zahl der Personen und die von ihnen gehaltenen offenen Positionen an Emissionsrechten oder Derivaten hiervon gewisse, von der Kommission zu bestimmende, Mindestschwellenwerte überschreiten, sind die Betreiber der Handelsplätze verpflichtet, bestimmte Positionsmeldungen durchzuführen. Hierunter fallen zum einen wöchentliche, der ESMA und der zuständigen nationalen Behörde vorzulegende Berichte mit den aggregierten Positionen an Emissionsrechten oder Derivaten davon, die von den folgenden Personenkategorien gehalten werden:

- ▶ Wertpapierfirmen oder Kreditinstitute
- ▶ Investmentfonds

- ▶ sonstige Finanzinstitute
- ▶ Handelsunternehmen
- ▶ Betreiber i.S.d. Emissionshandelsrichtlinie⁶⁹

Diese wöchentlichen Berichte umfassen die Zahl der Kaufs- und Verkaufspositionen, diesbezügliche Änderungen seit dem letzten Bericht, den Prozentsatz der gesamten offenen Kontraktpositionen und die Anzahl der Positionsinhaber, aufgeschlüsselt nach den jeweiligen Inhaberkategorien. Sie werden zentral durch die ESMA veröffentlicht.⁷⁰

Zudem ist der jeweils zuständigen nationalen Behörde mindestens einmal täglich eine Aufschlüsselung der Positionen aller an dem Handelsplatz tätigen Personen und deren Kunden zu melden.⁷¹

Handeln Wertpapierfirmen außerhalb eines Handelsplatzes mit Emissionsrechten oder Derivaten hiervon, haben sie selbst täglich eine vollständige Aufschlüsselung ihrer Positionen sowie der Positionen aller ihrer Kunden bis zum Endkunden an die zuständige Behörde zu übermitteln^{72, 73}

Der **Bundesverband der Wertpapierfirmen** warnte vor einem „Paradigmenwechsel, weg vom Primat eines angemessenen ordnungspolitischen Rahmens, hin zu einer stärker auf direkte Marktintervention gestützte Aufsichtspolitik“ und damit verbundenen Risiken. Er forderte, „dass regulatorische Eingriffe auch zukünftig stets in transparenter und nachvollziehbarer Weise einem Rechtfertigungszwang i.S.d. vorherigen Nachweises eines Marktversagens unterliegen und der Versuchung einer (...) politisch motivierten „Steuerung“ von Marktpreisen widerstanden wird.“ (BWF 2011).

DAI, BDI und VDT verwiesen auf bereits bestehende Berichtspflichten (z.B. im Rahmen von EMIR) und forderten die ersatzlose Streichung von Art. 59 und 60 (2) [neu Art. 57, 58] MiFID II (DAI/BDI/VDT 2011).

Auch **IETA** sah die Artikel 59 und 60 (2) [neu Art. 57, 58] kritisch (IETA 2012).

Die **EZB** hingegen hält „Daten über Kaufs- und Verkaufspositionen sowie über offene Kontraktpositionen“ für geeignet, „um das Verhalten von Marktteilnehmern zu beurteilen, insbesondere im Hinblick auf die Überwachung einer Konzentration der von Marktteilnehmern gehaltenen Positionen.“ (EZB 2012).

⁶⁹ Vgl. Art. 58 Abs. 4 MiFID II.

⁷⁰ Vgl. Art. 58 Abs. 1 a MiFID II.

⁷¹ Art. 58 Abs. 1 b MiFID II.

⁷² Gem. der Pflicht zur Meldung von Geschäften nach Art. 26 MiFID.

⁷³ Vgl. Art. 58 Abs. 2 MiFID II.

Bewertung Positionsmeldungen

Abgedecktes Primärrisiko:
Marktmanipulation

Entstehende Sekundärrisiken:
Sinkende Liquidität, Sinkende Akzeptanz

Hauptsächlich betroffene Handelsplätze:
Börsen, MTF

Hauptsächlich betroffene Marktteilnehmer:
EVU, Finanzsektor, ggf. große Industrieunternehmen

Positionsmeldungen eignen sich als Instrument, um einen Überblick über die Gesamtposition im Markt und mögliche Marktkonzentrationen zu erhalten. Damit scheinen Positionsmeldungen ein effektives Instrument, das Risiko potentieller Marktmanipulationen zu mindern. Zum anderen sollte bei der Bestimmung der Mindestschwellenwerte in jedem Fall darauf geachtet werden, dass die Meldepflichten nicht eine zu große Last insbesondere für kleine und mittlere Anlagenbetreiber im Rahmen der EU-EHS werden.

Die letztendliche Bewertung wird stark davon abhängen, wie die Regelungen ausfallen werden.

Die zukünftig betroffenen Handelsplätze sind geregelte Märkte, MTF und OTF.

3.2 „Marktmissbrauchsrichtlinie/VO“ (CRIM-MAD/MAR)⁷⁴

Mit der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG vom 28. Januar 2003 sollte ein umfassender Rahmen für die Bekämpfung von Marktmissbrauch, also Insiderhandel und Marktmanipulation, geschaffen werden. Wegen der Erkenntnis der besonderen Bedeutung von Marktintegrität für einen integrierten, effizienten und transparenten Finanzmarkt sollte diese verbessert und das Anlegervertrauen gestärkt werden. Personen, die über Insider-Informationen verfügen, sollte der Handel mit davon betroffenen Finanzinstrumenten untersagt und die Manipulation der Märkte durch Praktiken wie die Verbreitung von falschen Informationen verboten werden. Den Mitgliedstaaten wurde die Pflicht auferlegt, zur Umsetzung der Richtlinie abschreckende Verwaltungsmaßnahmen und verwaltungsrechtliche Sanktionen in ihre nationalen Rechtsordnungen aufzunehmen.

Nachdem eine Richtlinie die Mitgliedstaaten lediglich dazu verpflichtet, selbst Maßnahmen zu ergreifen, war ein heterogenes Regelungssystem innerhalb des europäischen Binnenmarktes mit erheblichen Wettbewerbsverzerrungen und Handelshemmnissen die Folge. Auch die durch die Richtlinie bezweckte Abschreckungswirkung wurde durch die bloß verwaltungsrechtliche Ausgestaltung nicht erreicht.⁷⁵ Strafrechtliche Sanktionen hingegen hätten laut einer Mitteilung der Kommission⁷⁶ das Potential, diesen Effekt zu erzielen. Im Hinblick auf die rechtlichen, kommerziellen und technologischen Entwicklungen der letzten Jahre sind zudem zusätzliche Lücken in der Regulierung des Finanzmarkts entstanden; insbesondere der Handel auf neuen Märkten und Plattformen und die Bedeutungszunahme nicht unter den klassischen Wertpapier-Begriff fallender Produkte – wie Emissionsrechte – macht es notwen-

⁷⁴ RL 2014/57/EU; VO (EU) Nr. 596/2014.

⁷⁵ Begründung zu CRIM-MAD und Erwägungsgründe 3 – 8 CRIM-MAD; Erwägungsgründe 3 – 5 MAR; Bericht der hochrangigen Gruppe zur Finanzaufsicht zu Fragen der EU-Finanzaufsicht, 25.02.2009, Empfehlung 6.

⁷⁶ KOM 2010/716.

dig, das bestehende Marktmissbrauchsregime zu erneuern, um die Marktintegrität zu gewährleisten.

Aus diesen Gründen brachte die Europäische Kommission einen Paketvorschlag für ein neues Marktmissbrauchsregime, bestehend aus einer Marktmissbrauchsrichtlinie („CRIM-MAD“⁷⁷) und einer Marktmissbrauchsverordnung („MAR“), in den Gesetzgebungsprozess ein. Beide wurden im Amtsblatt vom 12. Juni 2014 veröffentlicht und traten am 2. Juli 2014 in Kraft. Die MAR erlangt Geltung in einem zweistufigen Prozess, wonach der erste Teil der Regelungen ab dem 2. Juli 2014 und der zweite Teil ab dem 3. Juli 2016 anzuwenden ist. Die Marktmissbrauchsrichtlinie („CRIM-MAD“) verpflichtet die Mitgliedstaaten zur Einführung strafrechtlicher Sanktionen in ihre nationalen Rechtsordnungen, während die Marktmissbrauchsverordnung („MAR“) einen unmittelbar für alle Mitgliedstaaten geltenden einheitlichen Rechtsrahmen mit verwaltungsrechtlichen Sanktionen schafft. Durch die strafrechtliche Würdigung der zentralen Verbote soll die gesellschaftliche Missbilligung der schwersten Formen des Marktmissbrauchs hervorgehoben werden.

Eine zentrale Neuerung des neuen Marktmissbrauchsregimes ist die Ausweitung des Anwendungsbereichs auf Emissionsrechte, indem diese als „Finanzinstrumente“ im Sinne der MiFID II verstanden werden.⁷⁸ Nachdem sich die Vorschriften auf den Umgang mit Finanzinstrumenten stützen, bedeutet dies die generelle Anwendung der gesamten Legislativakte auch für Emissionsrechte. Bei dem Umgang mit Emissionsrechten werden deshalb in Zukunft – wie bei allen anderen Arten von Finanzinstrumenten – die zentralen Verbote der vorsätzlichen Begehung:

- ▶ des Insiderhandels,
- ▶ der Marktmanipulation und
- ▶ der unrechtmäßigen Offenlegung von Insider-Informationen

zu beachten sein. Diese Verbote werden sowohl von der CRIM-MAD als auch der MAR erfasst, weshalb die Betroffenen sowohl strafrechtliche als auch verwaltungsrechtliche Sanktionen erwarten. Um eine umfassende Regulierung zu erreichen, ist auch der Versuch und die Teilnahme an diesen Delikten sanktionierbar sowie die Verantwortlichkeit juristischer Personen vorgesehen.

Über diese zentralen Verbote hinaus enthält die MAR weitere Pflichten, die sich an verschiedene Adressaten richten. Zunächst haben Betreiber von Handelsplätzen wirksame Regelungen, Systeme und Verfahren zur Vorbeugung der zentralen Delikte der CRIM-MAD/MAR in Übereinstimmung mit der MiFID II zu unterhalten.⁷⁹ Betreiber von Handelsplätzen und Wertpapierfirmen haben der zuständigen Behörde unverzüglich jedes Finanzinstrument, für das ein Antrag auf Zulassung gestellt, eine Zulassung erteilt oder das erstmalig gehandelt worden ist sowie jedes Finanzinstrument, dessen Zulassung erlischt, zu melden. Die ESMA veröffentlicht die Liste zugelassener Finanzinstrumente auf ihrer Internetseite.⁸⁰

Zwar gilt das neue Marktmissbrauchsregime durch die Erweiterung des Anwendungsbereichs gleichermaßen auch für das EU-EHS, jedoch sind, aufgrund der Besonderheiten der Emissionsrechte als Finanzinstrumente und der strukturellen Unterschiede des Emissionshandelsmarkts zum regulären Finanzmarkt, vereinzelte Sondervorschriften eingeführt worden. So gelten die CRIM-MAD/MAR nicht für offizielle Stellen, denen Verantwortung im Rahmen der

⁷⁷ Teilweise auch „MAD II“.

⁷⁸ Vgl. Art. 2 Nr. CRIM-MAD / Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 15, Anhang I Abschnitt C MiFID II.

⁷⁹ Vgl. Art. 16 MAR.

⁸⁰ Vgl. Art. 4 MAR.

EU-Klimapolitik zukommt.⁸¹ Die ab 2013 gängige Versteigerung von Emissionsrechten⁸² ist im europarechtlichen Kontext nicht unbedingt dem herkömmlichen Begriff des Handels mit Wertpapieren zuzuordnen und wird deshalb ausdrücklich mit in den Anwendungsbereich und einzelne Tatbestände übernommen.⁸³ Für Emissionsrechte gilt eine spezifische Definition von Insider-Informationen⁸⁴ und nachdem im Emissionshandel die Akteure des Marktes über die relevanten Informationen verfügen und es keine Emittenten im klassischen Sinne gibt, trifft sie die Pflicht, Insiderinformationen zu ihrer Geschäftstätigkeit öffentlich wirksam und rechtzeitig bekannt zu geben⁸⁵ und Insiderlisten zu führen, in denen alle Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, gelistet werden.⁸⁶ Führungskräfte und ihnen nahestehende Personen haben Eigengeschäfte mit Emissionsrechten oder Derivaten hiervon unverzüglich zu melden.⁸⁷

In seiner ersten Lesung erarbeitete der Rat einen geänderten Vorschlag für MAD II (mit dem neuen Titel „CRIM-MAD“).⁸⁸ Dieser Vorschlag enthielt einige durchaus beachtenswerte Änderungen: Insbesondere sollte durch die Neuformulierung der Tatbestände, die jedenfalls in „schwerwiegenden Fällen“ des Marktmissbrauchs eine Bestrafung fordern, deren Wesen als bloße Mindestvorschriften und die Möglichkeit der Mitgliedstaaten deutlich gemacht werden, strengere strafrechtliche Bestimmungen zum Marktmissbrauch einzuführen⁸⁹. Diese Formulierung und damit das Verständnis der CRIM-MAD Regelungen als bloße Mindestvorschriften wurde in den endgültigen Gesetzestext übernommen.

⁸¹ Vgl. Art. 6 Abs. 3 MAR.

⁸² Nach der Verordnung (EU) Nr. 1031/2010.

⁸³ Vgl. Anwendungsbereich, Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 2 MAR / Art. 1 Abs. 2 Unterabs. 2 CRIM-MAD; Verbot von Insider-Geschäften, Art. 8 Abs. 1 S. 3 MAR / Art. 3 Abs. 5 CRIM-MAD; Pflicht zur Erstellung von Insiderlisten, Art. 18 Abs. 8 b; Pflicht von Führungskräften Eigengeschäfte zu melden, Art. 19 Abs. 10.

⁸⁴ Vgl. Art. 7 Abs. 1 c MAR.

⁸⁵ Vgl. Art. 17 Abs. 2 MAR. Da kleinere Marktteilnehmer die Preisbildung der Emissionsrechte und damit das Risiko von Insidergeschäften nicht substantiell beeinflussen, werden sie von der Verpflichtung befreit, wenn ihre Treibhausgasemission oder, sofern eine Verbrennung erfolgt, ihre thermische Nennleistung des Vorjahres einen bestimmten Mindestschwellenwert nicht überschreitet, vgl. Art. 17 Abs. 2 Unterabs. 2 MAR (vgl. Punkt 3.4.1.5 der Begründung des Kommissionsvorschlags (KOM(2011) 651)). Die genauen Schwellenwerte sollen durch die ESMA erarbeitet werden, welche selbst einen Schwellenwert von mindestens 6 Millionen Tonnen CO₂-Äquivalenten und 2.340 MW thermischer Nennleistung pro Jahr befürwortet. Damit wären EU-weit voraussichtlich rund 70 Unternehmen von der Veröffentlichungspflicht erfasst.

⁸⁶ Vgl. Art. 18 Abs. 8 a MAR.

⁸⁷ Vgl. Art. 19 MAR.

⁸⁸ Vgl. Rat der Europäischen Union, 16820/12.

⁸⁹ Vgl. Erwägungsgrund 15.

Bewertung Marktmissbrauchsrichtlinie/VO

Abgedeckte Primärrisiken:

Informationsprobleme, Marktmissbrauch, Betrug, Akzeptanzprobleme/Vertrauen

Hauptsächlich betroffene Handelsplätze:

Kostenlose Zuteilung, Auktionen, Börsen, OTC

Betroffene Marktteilnehmer:

Alle

Nach der Klassifizierung der Emissionsrechte als Finanzinstrument innerhalb der MiFID II ist die Ausweitung der Regelungen der Marktmissbrauchsrichtlinie ein weiterer zwingender Schritt. Die Ausweitung ist in vielen Fällen sinnvoll.

Ein wichtiger Aspekt des Marktmissbrauchsregimes ist die rechtzeitige Information über marktrelevante Daten. Dadurch soll dem Insiderhandel vorgebeugt und Marktmanipulation und Betrugsge­schäfte verhindert werden. Insbesondere bei der Veröffentlichung von Informationen der großen EVU trägt dies zur Bildung eines transparenten Preises und somit auch zur Akzeptanz des Marktes bei. Diese sind allerdings ohnehin schon alleine durch ihre Unternehmensstruktur zur Veröffentlichung marktrelevanter Informationen verpflichtet. Die großen EVU veröffentlichen auch bereits seit einiger Zeit umfangreiche Produktions- und Kapazitätsdaten, wie z.B. ihre geplanten sowie ihre tatsächlichen Produktionsdaten, genauso wie geplante und ungeplante Nichtverfügbarkeiten ihrer Kraftwerke.⁹⁰

Neben der Preisbildung an den sekundären Handelsplätzen der Börsen und des OTC-Marktes sind auch die primären Quellen betroffen. Die Auktionierung der Emissionsrechte wurde durch Spezialvorschriften der Marktmissbrauchsrichtlinie unterstellt.

Betroffen sind zunächst alle Teilnehmer am CO₂-Handelsmarkt, allerdings nur diejenigen, deren Treibhausemission oder Nettowärmeleistung die von der Kommission zu entwickelnden Mindestschwellenwerte überschreiten.⁹¹

3.3 „Vierte Geldwäsche-Richtlinie“⁹²

Insbesondere die Verhütung von Kriminalität und terroristischen Handlungen sowie die Sicherung der Stabilität des Finanzsystems machen es notwendig, Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung dauerhaft vorzubeugen. Wegen immer neuer Formen solcher Aktivitäten sollte der rechtliche Rahmen permanent angepasst und überarbeitet werden. Auch die uneinheitliche Anwendung der zudem lückenhaften EU-Vorschriften und die im Februar 2012 erfolgte Überarbeitung der internationalen Standards durch die „Financial Action Task Force“ (FATF) – das führende internationale Gremium im Kampf gegen Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung – erfordern die Novellierung des geltenden EU-Rechts.⁹³ Aus diesen Gründen hat die Europäische Kommission im Februar 2013 ein Maßnahmenpaket vorgelegt, das unter anderem aus einem Vorschlag für die Neufassung der „Richtlinie zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung“⁹⁴

⁹⁰ Für Deutschland und Österreich siehe <http://www.transparency.eex.com/de/> (zuletzt aufgerufen am 12.9.2014).

⁹¹ Vgl. Art. 17 Abs. 2 Unterabs. 2 MAR.

⁹² Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung (COM (2013) 45 final).

⁹³ Begründung des Kommissionsvorschlags für eine Vierte Geldwäsche-Richtlinie (COM (2013) 45 final).

⁹⁴ Dritte Geldwäsche-Richtlinie, RL 2005/60/EG.

besteht.⁹⁵ Dieser Vorschlag wurde am 6. Februar 2013 an den Rat und das Parlament übermittelt. Neben den Stellungnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB, 17.5.2013), des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses (EWSA, 23.5.2013) und des Europäischen Datenschutzbeauftragten (EDSB, 4.7.2013) erfolgte bisher (Stand August 2014) die Stellungnahme des Parlaments in 1. Lesung (11.3.2014) und der Standpunkt der Kommission zu dessen Änderungsvorschlägen (10.6.2014).

Der Anwendungsbereich der Vierten Geldwäsche-Richtlinie erfasst unter anderem auch Finanzinstitute.⁹⁶ Zwar richtet sich die Begriffsbestimmung für Finanzinstitute im Sinne des Richtlinienentwurfs bisher noch nach der MiFID I.⁹⁷ Jedoch trat mittlerweile die MiFID II⁹⁸ mit ihrer neuen Definition von Finanzinstrumenten in Kraft, weshalb von einer entsprechenden Anpassung des Richtlinienentwurfs im weiteren Legislativverfahren auszugehen ist. Durch die Einbeziehung der Emissionsrechte in den Begriff der Finanzinstrumente durch MiFID II werden dann auch solche Wertpapierfirmen dem Begriff des Finanzinstituts und damit dem Regime der Geldwäsche-Richtlinie unterfallen, die Wertpapierdienstleistungen bezogen auf Emissionsrechte erbringen. Als sog. „Verpflichtete“⁹⁹ obliegen ihnen damit Pflichten, deren systematische Nichterfüllung eine Reihe von verwaltungsrechtlichen Sanktionen nach sich ziehen wird, wie die öffentliche Bekanntmachung des Verstoßes, den Entzug einer gegebenenfalls erteilten Zulassung und Verwaltungsgeldstrafen in Höhe von bis zu 10 % des jährlichen Gesamtumsatzes.¹⁰⁰

Zu den zentralen Pflichten des Richtlinienentwurfs gehören besondere Sorgfaltspflichten, die beispielsweise bei der Begründung von Geschäftsbeziehungen oder der Abwicklung gelegentlicher Transaktionen ab einer bestimmten Höhe zu erfüllen sind.¹⁰¹ Zudem müssen die Verpflichteten mit zentralen Meldestellen zusammenarbeiten und diese bei Verdacht auf Geldwäsche oder Terrorismusfinanzierung informieren. Um das Ziel einer umfassenden Verhinderung, Aufdeckung und Untersuchung möglicher Fälle von Geldwäsche oder Terrorismusfinanzierung zu erreichen, müssen Schlüsseldokumente für eine grundsätzliche Dauer von fünf Jahren nach Beendigung einer Geschäftsbeziehung oder Transaktion gespeichert und Systeme eingerichtet werden, die eine rasche Auskunft an die Meldestellen ermöglichen.¹⁰² Um auch intern die Einhaltung der Vorschriften zu gewährleisten, werden die Unternehmen verpflichtet, ihre Mitarbeiter angemessen zu schulen und entsprechende gruppeninterne Strategien und Verfahren einzurichten.¹⁰³ Die Verpflichteten des Richtlinienentwurfs haben das für sie selbst bestehende Risiko der Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung zu ermitteln und zu bewerten, die Erkenntnisse aufzuzeichnen, stets zu aktualisieren und den zuständigen Behörden zur Verfügung zu stellen.¹⁰⁴

Generell wird die Vierte Geldwäsche-Richtlinie alle Unternehmen innerhalb der Europäischen Union verpflichten, Aufzeichnungen über ihre wirtschaftlichen Eigentümer zu führen und den zuständigen Behörden zur Verfügung zu stellen.¹⁰⁵ Damit soll vermieden werden, dass sich

⁹⁵ Vorschlag für eine Vierte Geldwäsche-Richtlinie (COM (2013) 45 final).

⁹⁶ Vgl. Art. 2 Abs. 1 Nr. 2 des Richtlinienentwurfs.

⁹⁷ Vgl. Art. 3 Abs. 2 lit. c des Richtlinienentwurfs i.V.m. Anhang I Abschnitt C MiFID I.

⁹⁸ RL 2014/65/EU.

⁹⁹ I.S.d. Art. 2 Abs. 1 des Richtlinienentwurfs.

¹⁰⁰ Vgl. Kapitel II des Richtlinienentwurfs.

¹⁰¹ Vgl. Kapitel IV des Richtlinienentwurfs.

¹⁰² Vgl. Kapitel V des Richtlinienentwurfs.

¹⁰³ Vgl. Kapitel VI des Richtlinienentwurfs.

¹⁰⁴ Vgl. Art. 8 des Richtlinienentwurfs.

¹⁰⁵ Vgl. Kapitel III des Richtlinienentwurfs.

verantwortliche natürliche Personen hinter Gesellschaftsstrukturen verbergen und so einer entsprechenden Verfolgung entgehen.

Um ein Gleichgewicht zwischen einer angemessenen Belastung von KMU und der ausreichenden Eindämmung möglicher Bedrohungen durch Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung herzustellen, verfolgt der Richtlinienvorschlag sowohl im Anwendungsbereich als auch in den einzelnen Pflichten einen flexiblen, risikobasierten Ansatz. Unternehmen, die Finanzaktivitäten nur teilweise oder in begrenztem Umfang ausüben oder für die ein geringeres Risiko der Geldwäsche oder Terrorismusfinanzierung besteht, könnten von der Richtlinie vollkommen unberührt bleiben¹⁰⁶ oder mit nur vereinfachten Sorgfaltspflichten¹⁰⁷ und angepassten internen Präventivmaßnahmen belegt werden¹⁰⁸.

¹⁰⁶ Vgl. Art. 2 Abs. 2-8 des Richtlinienvorschlags.

¹⁰⁷ Vgl. Art. 13-15 des Richtlinienvorschlags.

¹⁰⁸ Vgl. Art. 43 Abs. 1 des Richtlinienvorschlags.

Bewertung Anti-Geldwäsche-Richtlinie

Abgedecktes Primärrisiko:

Akzeptanzprobleme/Vertrauen

Entstehende Sekundärrisiken:

Steigende Transaktionskosten, Erschwerter Marktzugang, Sinkende Liquidität

Hauptsächlich betroffene Handelsplätze:

Börsen, Auktionen, OTC

Hauptsächlich betroffene Marktteilnehmer:

Alle

Im Vergleich zu ihrer Vorgängerin wird sich die Vierte Anti-Geldwäsche Richtlinie vor allem durch die Präzisierung der Sorgfaltspflichten auszeichnen, indem die Anwendung vereinfachter Sorgfaltspflichten einer dezidierten Begründung bedarf und der Kreis der Transaktionspartner, für die verstärkte Sorgfaltspflichten gelten, erweitert wird. Ein Novum stellt zudem die generelle Aufzeichnungspflicht in Bezug auf die wirtschaftlichen Eigentümer eines Unternehmens dar. Auch die Sanktionsbefugnisse für die Mitgliedstaaten und die Zusammenarbeit mit den zentralen Meldestellen werden erweitert.

Zusammenfassend stellt der Richtlinienentwurf hohe Anforderungen an das Risiko-Management der Unternehmen, die ihr Compliance-Management entsprechend werden anpassen müssen. Um den erhöhten Sorgfalts- und Meldepflichten, einschließlich der Einrichtung entsprechender Sicherheitssysteme, gerecht zu werden, wird mit einem merklichen Kostenmehraufwand zu rechnen sein.

Mit der Ausweitung des Anwendungsbereichs der Anti-Geldwäsche Richtlinie auf Emissionsrechte würde Geldwäsche vorgebeugt und somit die Akzeptanz des Systems erhöht. Auch hier gilt es, darauf zu achten, dass die Regelungen dort greifen, wo es erforderlich ist, aber darüber hinaus keine unangemessene Bürde für diejenigen Marktteilnehmer darstellen, die im Rahmen ihrer Compliance-Tätigkeiten und zur Absicherung ihrer produktionsbedingten Preisrisiken handeln. Durch umfangreiche Anti-Geldwäsche-Regelungen auch für kleinere Marktteilnehmer würden die Transaktionskosten steigen und somit der Marktzugang unattraktiver, was sich wiederum auf die Liquidität auswirken würde. Grundsätzlich gelten die Regelungen für alle Marktteilnehmer; es gilt hier, die richtigen Schwellenwerte für die darunter fallenden Transaktionen zu setzen und die regulative Unsicherheit gering zu halten, um die Akzeptanz des EU-EHS nicht zu gefährden¹⁰⁹. Von den Regelungen sind grundsätzlich alle sekundären Marktplätze betroffen (geregelter Märkte, MTF, OTF, OTC) sowie auch die Auktionen.

¹⁰⁹ Die bisherigen Schwellenwerte sind in Art. 10 der Richtlinie enthalten und lauten wie folgt:

- bei gelegentlichen Transaktionen in Höhe von 15.000 Euro oder mehr.
- bei Personen, die gewerblich mit Gütern handeln im Falle gelegentlicher Transaktionen in Höhe von 7.500 Euro oder mehr.
- bei Glücksspielanbietern im Falle gelegentlicher Transaktionen in Höhe von 2.000 Euro oder mehr.

Die Herabsetzung des Schwellenwerts im Falle von Personen, die gewerblich mit Gütern handeln, soll den Anwendungsbereich der Richtlinie ausweiten. Derzeit werden Personen, die gewerblich mit Gütern handeln, von der Richtlinie erfasst, wenn sie Barzahlungen von 15.000 Euro oder mehr entgegennehmen. Nachdem die Mitgliedstaaten darauf hingewiesen haben, dass Straftäter sich diese relativ hohen Schwellen zunutze machen, wird vorgeschlagen, Letztere auf 7.500 Euro herabzusetzen. Daneben sollen diese Händler dem neuen Vorschlag zufolge bei gelegentlichen Transaktionen in Höhe von mindestens 7.500 Euro an Sorgfaltspflichten gebunden sein, während die Schwelle auch hier früher bei 15.000 Euro lag. Sowohl die Definition als auch die Schwelle sind Ausdruck einer Verschärfung der Maßnahmen, die die Ausnutzung dieser Händler für Geldwäschewecke verhindern sollen.

3.4 EMIR

Anders als die erst kürzlich verabschiedeten Regelungspakete MiFID II/MiFIR und CRIM-MAD/MAR wurde die „European Market Infrastructure Regulation – EMIR“ (VO (EU) Nr. 648/2012) schon am 4. Juli 2012 verabschiedet. Jedoch beanspruchen ihre Regelungen erst nach und nach, in einem noch andauernden Konkretisierungsprozess, tatsächliche Geltung.¹¹⁰ So wird die ESMA an zentralen Stellen der Verordnung damit beauftragt, die Verpflichtungen der EMIR durch technische Standards weiterzuentwickeln und sie der Kommission zur Billigung vorzulegen.¹¹¹ Erste technische Standards wurden durch die Kommission in Form von delegierten Verordnungen und Durchführungsverordnungen erlassen.¹¹² Weitere maßgebliche Durchführungsrechtsakte stehen noch aus.¹¹³ Als Verordnung entfaltet die EMIR unmittelbare Wirkung in den Mitgliedstaaten, bedarf also keines umsetzenden nationalen Rechtsakts. Mit Inkrafttreten zum 16. Februar 2013 hat der deutsche Gesetzgeber das sog. EMIR-Ausführungsgesetz¹¹⁴ und damit die Rahmenbedingung für die Einfügung der EMIR in die deutsche Finanzaufsichtsstruktur geschaffen.¹¹⁵ Die zuständige nationale Aufsichtsbehörde in Deutschland ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Wie die anderen vorgestellten Rechtsakte verweist auch die EMIR an zentralen Stellen auf die Begriffsbestimmungen der MiFID. Insbesondere die Definitionen der Derivate und der finanziellen Gegenpartei beruhen letztlich auf der näheren Bestimmung der Finanzinstrumente in Anhang I Abschnitt C MiFID I, der schon Derivate auf Emissionsrechte erfasste. Nach dem mittlerweile in Kraft getretenen Art. 94 MiFID II gelten Bezugnahmen auf Begriffsbestimmungen oder Artikel der MiFID I als Bezugnahmen auf MiFID II, mithin auch auf die neue Definition der Finanzinstrumente in Anhang I Abschnitt C MiFID II.

Der außerbörsliche („Over-the-Counter“, OTC) Derivatehandel verlief bisher in Form von zwischen den Vertragsparteien bilateral ausgehandelten Verträgen. Der Intransparenz dieses Systems und den Risiken, die für Marktteilnehmer und damit auch für die Märkte entstanden, soll durch die Regulierung des OTC-Derivatemarkts entgegengewirkt werden.¹¹⁶ Für die am Derivatemarkt beteiligten Unternehmen ergeben sich deshalb drei zentrale Verpflichtungen:

- ▶ Clearingpflicht: Clearingpflichtige OTC-Derivatkontrakte müssen über eine zentrale Gegenpartei („Central Counterparty“, CCP) abgewickelt werden.
- ▶ Risikominderungspflicht: Für OTC-Derivatkontrakte, die nicht der Clearingpflicht unterfallen, ergeben sich besondere Anforderungen an das Risikomanagement der Beteiligten.
- ▶ Meldepflichten: Sämtliche, auch an Börsen geschlossene, Derivatkontrakte müssen einem zentralen Transaktionsregister gemeldet werden.

¹¹⁰ Vgl. Erwägungsgrund 93 EMIR.

¹¹¹ Vgl. exemplarisch dazu Art. 4 Abs. 4 EMIR, Art. 5 Abs. 2, 4 EMIR, Art. 6 Abs. 4 EMIR, Art. 9 Abs. 5, 6 EMIR, etc.

¹¹² Vgl. bisher erlassene Verordnungen: VO (EU) Nr. 1247/2012, VO (EU) Nr. 1248/2012, VO (EU) Nr. 1249/2012, VO (EU) Nr. 148/2013, VO (EU) Nr. 149/2013, VO (EU) Nr. 150/2013, VO (EU) Nr. 151/2013, VO (EU) Nr. 152/2013.

¹¹³ Vgl. *Hartenfels*, ZHR Bd. 178, 173 (186 f.).

¹¹⁴ BGBl I 2013, 174.

¹¹⁵ Vgl. *Glass*, EWeRK 2013, 75 (78).

¹¹⁶ Vgl. Erwägungsgrund 4 EMIR.

Bei Verstößen gegen die Pflichten der EMIR kann die BaFin nach § 39 Abs. 2e i.V.m. Abs. 4 WpHG Bußgelder i.H.v. bis zu 100.000 EUR, 200.000 EUR bzw. 500.000 EUR verhängen. Die verhängten Sanktionen werden von der BaFin zudem unverzüglich auf ihrer Internetseite bekannt gemacht.¹¹⁷

3.4.1 Clearingpflicht

Eine zentrale Regelung der EMIR stellt die Pflicht zum Clearing von OTC-Derivatkontrakten nach Art. 4 EMIR dar. Die bis dato bilateral zwischen den Parteien geschlossenen Verträge werden in die Verkaufs- und Kaufvorgänge getrennt und über eine sog. zentrale Gegenpartei (CCP) abgewickelt. Diese CCP übernimmt damit das Vertragspartnerrisiko und cleart¹¹⁸ den jeweiligen Derivatkontrakt.

Nicht alle OTC-Derivatkontrakte unterfallen dieser Clearingpflicht. Vielmehr sind sowohl die Art des jeweiligen OTC-Derivats als auch die beteiligten Vertragspartner mit ausschlaggebend.¹¹⁹

Die Beurteilung, ob eine Derivatkategorie als clearingfähig eingestuft wird, erfolgt durch die ESMA nach gesetzlich vorgegebenen Kriterien¹²⁰ in einem noch andauernden Verfahren. Die durch nationale Behörden für eine gewisse Derivatkategorie zugelassenen CCPs werden der ESMA gemeldet, welche innerhalb von sechs Monaten technische Regulierungsstandards entwickelt. Die als clearingfähig eingestuften Derivatkategorien werden in Form von delegierten Rechtsakten durch die Kommission beschlossen und in einem von der ESMA unterhaltenen öffentlichen Register mitsamt der für die Produktkategorie zuständigen CCP gelistet.¹²¹ Für möglicherweise betroffene Gegenparteien ist dieses Register damit die zentrale Auskunftsplattform für die Frage, ob von ihnen geschlossene Derivatkontrakte der Clearingpflicht unterliegen.

Die erste CCP ist am 18. März 2014 zugelassen worden, weshalb der Entwurf der ESMA der Kommission bis spätestens zum 18. September 2014 vorgelegt werden musste.¹²² Der Erlass dieser delegierten Verordnung markiert den Beginn der Clearingpflicht nach EMIR für die erste Derivatkategorie. Aus der bestehenden Liste zugelassener CCPs bezieht sich zum jetzigen Zeitpunkt noch keine auf das Clearing von auf Emissionsrechten beruhenden Derivatkategorien. Der aktuellste Stand des Registers kann auf der Internetseite der ESMA abgerufen werden.¹²³

Zum zentralen Clearing verpflichtet sind zunächst alle sog. finanziellen Gegenparteien.¹²⁴ Nach Art. 2 Nr. 8 EMIR sind darunter u.a. alle nach MiFID II zugelassenen Wertpapierfirmen, aber auch zugelassene Banken und Versicherungsunternehmen zu verstehen. Unter die Definition der Wertpapierfirma in MiFID II fallen u.a. solche Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen bezogen auf Emissionsrechte bzw. Derivate von Emissionsrechten anbieten. Solche Wertpapierdienstleister sind damit als finanzielle Gegenparteien auch von der EMIR unmittelbar erfasst.

¹¹⁷ Vgl. *Schuster/Ruschowski*, ZBB 2014, 123 (131).

¹¹⁸ Vgl. Begriffsbestimmung „Clearing“ in Art. 2 Nr. 3 EMIR.

¹¹⁹ Vgl. Art. 4 Abs. 1 i.V.m. Art. 5 Abs. 2 EMIR bzw. Art. 4 Abs. 1 lit. a EMIR.

¹²⁰ Geregelt in der delegierten Verordnung (EU) Nr. 149/2013.

¹²¹ Vgl. Art. 5 Abs. 2 EMIR bzw. Art. 6 Abs. 1 EMIR.

¹²² Vgl. *Schuster/Ruschowski*, ZBB 2014, 123 (127 f.).

¹²³ Abrufbar unter

http://www.esma.europa.eu/system/files/public_register_for_the_clearing_obligation_under_emir.pdf (zuletzt aufgerufen am 12.9.2014).

¹²⁴ Vgl. Art. 4 Abs. 2 EMIR.

Alle übrigen in der Union ansässigen Unternehmen unterfallen als sog. nichtfinanzielle Gegenparteien¹²⁵ nur dann der Clearingpflicht, wenn das berechnete Durchschnittsvolumen von mit Dritten in einem Zeitraum von 30 Tagen geschlossenen Derivatkontrakten einen bestimmten, derivatbezogenen Schwellenwert überschreitet.¹²⁶ Die Clearingpflicht gilt dann nicht nur für diese eine Derivatkategorie, sondern für die Gesamtheit der qualifizierten OTC-Derivatkontrakte des Unternehmens¹²⁷ und zwar solange, bis sich das berechnete Durchschnittsvolumen für einen Zeitraum von 30 Tage wieder unter den Schwellenwert senkt.¹²⁸ Die Pflicht zur Berechnung der Clearingschwelle und Anzeige an die ESMA gilt seit dem 15. März 2013.¹²⁹

Nicht in die Berechnung dieser Kontraktpositionen fließen jedoch solche OTC-Derivatkontrakte ein, die objektiv messbar zur Reduzierung der Risiken beitragen, die unmittelbar mit der Geschäftstätigkeit oder dem Liquiditäts- und Finanzmanagement verbunden sind.¹³⁰

3.4.2 Risikominderungstechniken

Für OTC-Derivatkontrakte, die nicht der Clearingpflicht nach Art. 4 EMIR unterliegen, konstatiert Art. 11 EMIR die Pflicht, besondere Vorkehrungen zu treffen, um die dem Derivatkontrakt anhaftenden Risiken möglichst gering zu halten.¹³¹ Art. 11 EMIR listet dafür eine Reihe von Risikominderungstechniken, deren Geltung von der Art des Vertragspartei abhängt. Die zentralen Pflichten, die Bedingungen des OTC-Derivatkontrakts zeitnah zu bestätigen und solide, belastbare und prüfbare formalisierte Prozesse zum Abgleich von Portfolios und zur Streitbeilegung einzuführen, gelten für sämtliche, auch nicht clearingpflichtige¹³², Gegenparteien.¹³³ Darüber hinaus sind alle clearingpflichtigen Gegenparteien¹³⁴ verpflichtet, noch ausstehende Derivatkontrakte zu bewerten und angemessene Sicherheiten auszutauschen.¹³⁵ Nur finanzielle Gegenparteien müssen den Risiken mit angemessenem Eigenkapital entgegenwirken.¹³⁶ Auch die Risikominderungstechniken sollen durch von der ESMA erarbeitete technische Regulierungsstandards näher ausgestaltet werden.¹³⁷ Wesentliche Konkretisierungen enthalten die Art. 12 ff. der delegierten Verordnung (EU) Nr. 149/2013, deren Inhalt schrittweise in Kraft getreten ist. So gilt die Pflicht zur rechtzeitigen Bestätigung der Geschäftsbedingungen seit dem 15. März 2013, während die übrigen Pflichten erst seit dem

¹²⁵ Vgl. Begriffsbestimmung „nichtfinanzielle Gegenpartei“ in Art. 2 Nr. 9 EMIR.

¹²⁶ Hier gibt es schon konkrete Berechnungsgrenzen, vgl. Art. 11 der delegierten Verordnung (EU) Nr. 149/2013: Für die Zwecke der Clearingpflicht gelten für die Clearingschwellen folgende Werte:

- a) für OTC-Kreditderivatkontrakte ein Bruttonennwert von 1 Mrd. EUR;
- b) für OTC-Aktierderivatkontrakte ein Bruttonennwert von 1 Mrd. EUR;
- c) für OTC-Zinsderivatkontrakte ein Bruttonennwert von 3 Mrd. EUR;
- d) für OTC-Devisenderivatkontrakte ein Bruttonennwert von 3 Mrd. EUR;
- e) für OTC-Warenderivatkontrakte und andere, unter den Buchstaben a bis d nicht vorgesehene OTC-Derivatkontrakte ein Bruttonennwert von 3 Mrd. EUR.

¹²⁷ Vgl. Erwägungsgrund 25 der delegierten Verordnung (EU) Nr. 149/2013.

¹²⁸ Art. 10 EMIR.

¹²⁹ Vgl. Art. 21 VO (EU) Nr. 149/2013.

¹³⁰ Vgl. Art. 10 Abs. 3 EMIR.

¹³¹ Vgl. Erwägungsgrund 24 EMIR.

¹³² Also nichtfinanzielle Gegenparteien, die die Clearingschwelle nicht überschreiten.

¹³³ Vgl. Art. 11 Abs. 1 lit. a und b EMIR.

¹³⁴ Also finanzielle Gegenparteien und nichtfinanzielle Gegenparteien, die die Clearingschwelle überschreiten.

¹³⁵ Vgl. Art. 11 Abs. 2 und 3 EMIR.

¹³⁶ Vgl. Art. 11 Abs. 4 EMIR.

¹³⁷ Vgl. Art. 11 Abs. 14 EMIR.

16. September 2013 Geltung beanspruchen.¹³⁸ Die Pflicht zum Austausch von Sicherheiten wird am 1. Dezember 2015 beginnen.¹³⁹

3.4.3 Meldepflichten

Nach Art. 9 EMIR müssen zudem alle in der EU niedergelassenen Unternehmen, einschließlich der CCPs, sämtliche geschlossenen, geänderten oder beendeten Derivatkontrakte an ein zentrales Transaktionsregister melden. Diese Pflicht gilt, anders als die Clearing- und Risikominderungspflicht, für jede Art von Derivatkontrakt, also auch für Börsengeschäfte.¹⁴⁰ Die Meldung hat bis spätestens zum darauf folgenden Arbeitstag zu erfolgen.¹⁴¹

Die Pflicht zur Meldung des Derivatkontrakts kann auf den Vertragspartner oder auch auf Dritte übertragen werden. Die Verantwortung und damit auch die Sanktionen im Falle der unterbliebenen Meldung richten sich jedoch weiterhin an das verpflichtete Unternehmen.¹⁴²

Auch die Meldepflicht soll durch weitere technische Regulierungs- und Durchführungsstandards der ESMA näher ausgestaltet werden. Bisher erfolgte Konkretisierungen finden sich in den beiden Verordnungen (EU) Nr. 1247/2012 und 148/2013. Die Meldepflicht an ein Transaktionsregister beginnt jeweils 90 Tage nach dessen Registrierung.¹⁴³ Das erste Transaktionsregister wurde am 7. November 2013 für alle Derivatkategorien zugelassen. Auch für Derivatkontrakte bezogen auf Emissionsrechte hat die Meldepflicht somit am 12. Februar 2014 begonnen.¹⁴⁴ Die Liste der bestehenden Transaktionsregister ist auf der Internetseite der ESMA einzusehen und wird fünf Tage nach jeder neuen Registrierung eines Transaktionsregisters aktualisiert.¹⁴⁵

¹³⁸ Vgl. Art. 21 VO (EU) Nr. 149/2013.

¹³⁹ Nach der Empfehlung des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (BCBS) und der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) zur Ausgestaltung der Besicherungspflicht vom 2.9.2013 (vgl. *Pankoke/Wallus*, WM 2014, 4 (11), *Hartenfels*, ZHR Bd. 178, 173 (207).

¹⁴⁰ Vgl. *Hartenfels*, ZHR Bd. 178, 173 (210); *Schuster/Ruschowski*, ZBB 2014, 123 (131).

¹⁴¹ Vgl. Art. 9 Abs. 1 Satz 2 EMIR.

¹⁴² Vgl. *Schuster/Ruschowski*, ZBB 2014, 123 (131).

¹⁴³ Vgl. *Hartenfels*, ZHR Bd. 178, 173 (211).

¹⁴⁴ Vgl. *Schuster/Ruschowski*, ZBB 2014, 123 (131).

¹⁴⁵ Die Liste ist abrufbar unter <http://www.esma.europa.eu/content/List-registered-Trade-Repositories> (zuletzt aufgerufen am 12.9.2014).

Bewertung EMIR

Abgedecktes Primärrisiko:
Marktmissbrauch

Entstehende Sekundärrisiken:
Steigende Transaktionskosten, Erschwerter Marktzugang, Sinkende Liquidität

Hauptsächlich betroffene Handelsplätze:
Börsen, OTC

Hauptsächlich betroffene Marktteilnehmer:
Alle, die mit Derivaten in Bezug auf Emissionsrechte handeln

Durch den Verweis auf die Begriffsbestimmungen oder direkt auf Anhang I Abschnitt C der MiFID II unterwirft die EMIR auch Derivate in Bezug auf Emissionsrechte ihrem Regelungsregime. Während manche Vorschriften sicher auch für Derivate in Bezug auf Emissionsrechte gelten, sind bei anderen Vorschriften die tatsächlichen Auswirkungen erst noch abzuwarten.

Für die Clearingpflicht ist noch zu beobachten, welche Derivatkategorien von der ESMA als clearingpflichtig eingestuft werden. Erst dann können verlässliche Aussagen getroffen werden, wie stark sich die EMIR auf den Handel mit Derivaten von Emissionsrechten auswirken wird. Von nicht-finanziellen Unternehmen wäre im Falle der Clearingpflicht ständig zu prüfen, ob die jeweiligen Schwellenwerte für die Derivatgeschäfte überschritten werden. Dies dürfte insbesondere für große Unternehmen, die unterschiedliche Derivatkategorien in unterschiedlichen Einheiten und auch gruppenintern handeln, eine besondere Belastung darstellen.¹⁴⁶ Im Falle der Clearingpflicht sind komplexe Verträge mit den CCPs oder zwischengeschalteten Clearingmitgliedern zu schließen. Auf clearingpflichtige Unternehmen kommen zudem finanzielle Aufwendungen durch die, an die CCPs abzuführenden, Besicherungen der Derivatgeschäfte zu.¹⁴⁷

Auch für nicht clearingpflichtige Produktklassen ist durch die Umsetzung der genannten Risikominderungstechniken mit zusätzlichem Aufwand zu rechnen. Tatsächlicher Mehraufwand geht damit einher, dass Abläufe, wie solche zur rechtzeitigen Bestätigung der Bedingungen der Derivatgeschäfte oder dem regelmäßigen Portfolioabgleich, einzurichten sind. Wertpapierfirmen und Banken haben zudem finanzielle Mittel für die Absicherung der Derivatgeschäfte bereitzuhalten.

Parallel dazu sind alle Derivatgeschäfte an Transaktionsregister zu melden. Auch hier werden sich die Vertragsparteien über die Übernahme der Meldung an die Register einigen müssen. Eine Doppelmeldung i.S.d. der MiFIR und i.S.d. EMIR ist hingegen nicht zu befürchten. Die VO (EU) Nr. 600/2014 stellt klar, dass die Transaktionsregister die für MiFIR relevanten Daten an die nach der Finanzmarktordnung zuständigen Behörden weiterleiten werden.

Insgesamt ist davon auszugehen, dass jene Vertragsparteien, die dem Anwendungsbereich der EMIR unterfallen, den im Energiehandel in aller Regel verwendeten EFET-Rahmenvertrag an die neuen Regelungen anpassen müssen. Sinnvoll scheinen u.a. Absprachen darüber, welche der Parteien die Meldepflichten übernimmt etc..

EMIR stellt einen weiteren Baustein der Regelungen gegen Marktmanipulation dar. Allerdings ist bei seiner Umsetzung darauf zu achten, dass kleinere Marktteilnehmer weiterhin einen angemessenen Marktzugang mit geringen Transaktionskosten erhalten, um die Liquidität und die Akzeptanz

¹⁴⁶ Vgl. *Hartenfels*, ZHR Bd. 178, 173 (199).

¹⁴⁷ Vgl. *Schuster/Ruschowski*, ZBB 2014, 123 (128).

nicht zu gefährden. Es sollte hier regulative Sicherheit geschaffen werden.

Hauptsächlich betroffen ist der bisherige OTC-Markt. Profitieren könnten z.B. Börsen durch eine Ausweitung ihres Clearing-Geschäfts. Unter die Regelungen fallen grundsätzlich alle Marktteilnehmer, sofern sie nicht unter die Mengenschwellen oder Ausnahmetatbestände fallen.¹⁴⁸

¹⁴⁸ Die Ausnahmetatbestände aus Art. 1 Abs. 5 EMIR gelten nicht für die Meldepflicht aus Art. 9 EMIR. Allerdings gilt EMIR nach Art. 4 grundsätzlich nicht für die ESZB (Europäisches System der Zentralbanken), vergleichbare nationale und europäische Stellen und die BIZ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich). Dieser Ausnahmetatbestand aus Art. 4 kann laut Art. 6 durch delegierten Rechtsakt der Kommission erweitert werden. Für die Meldepflicht existieren keine Mengenschwellen.

4 Marktplätze

In Kapitel 3 wurde bereits ausführlich diskutiert, in welchem Zusammenhang die angestrebten Anpassungen der Rechtsakte mit den vorhandenen Primärrisiken und den ggf. neu entstehenden Sekundärrisiken stehen. Dabei wurde auch bereits darauf eingegangen, welche Auswirkungen dies auf die einzelnen Marktplätze haben könnte. Im Folgenden wird diese Analyse nochmals je Marktplatz zusammengefasst, teilweise unter Verweis auf die jeweiligen Abschnitte in Kapitel 3.

Als „Marktplatz“ sind in diesem Sinne die verschiedenen Wege zu verstehen, auf denen die Anlagenbetreiber und sonstigen Akteure im CO₂-Handelsmarkt Emissionsrechte erhalten bzw. verkaufen können, also z.B. auch die kostenlose Zuteilung.

4.1 Primärmarkt

Im Folgenden wird auf die grundsätzlich drei Möglichkeiten der Beschaffung von Emissionsrechten am Primärmarkt eingegangen.

4.1.1 Kostenlose Zuteilung

Die kostenlose Zuteilung von EU-Berechtigungen (European Union Allowance, EUA) ist von der neuen Regulierung des Finanzmarktes nur am Rande betroffen.

Im Lichte der Ausweitung des Anwendungsbereichs der Finanzmarktregulierung auf Emissionsrechten ist die Entwicklung der Höhe der kostenlosen Zuteilung allerdings durchaus relevant. Diese wird im Laufe der Jahre stetig sinken. Dies bringt mehr und mehr Unternehmen in die Situation, Emissionsrechten zukaufen zu müssen und sich mit dem Handel zu beschäftigen. Dadurch werden sie dann auch mit der Finanzmarktregulierung konfrontiert. Dies unterstreicht die Erfordernis angemessener Ausnahmenregelungen (siehe Abschnitt 3.1.2).

4.1.2 Auktionen

In Hinblick auf die Auktionen sind zwei Akteure zu betrachten. Zum einen die auktionierenden Stellen. Dies können im EU-Emissionshandel nach derzeitiger Rechtslage ausschließlich geregelte Märkte sein (Art. 35 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 1031/2010). Die beauftragten geregelten Märkte sind auch im Sekundärmarkt aktiv. Für sie bedeutet die neue Finanzmarktregulierung keine relevante Mehrbelastung. Sie werden voraussichtlich aber z.B. die neu hinzukommenden Meldepflichten für die an den Auktionen teilnehmenden Unternehmen übernehmen (siehe insbesondere Abschnitte 3.1.3). Zu beachten sind auch die Spezialvorschriften, mit denen die Auktionierungen der Marktmissbrauchsrichtlinie unterstellt werden (Abschnitt 3.2), wobei zu beachten ist, dass bei den Primärauktionen auch unabhängig von der Geltung der MiFID Vorkehrungen gegen Marktmissbrauch vorgesehen waren (Art. 36 ff. der Verordnung (EU) Nr. 1031/2010).

Was die Unternehmen angeht, die an den Auktionen teilnehmen, so gilt hier, wie an den anderen Marktplätzen, dass sie den Regelungen unterliegen, sofern sie nicht von einer der Ausnahmeregelungen profitieren (Abschnitt 3.1.2). In jedem Fall sollten die Plattformbetreiber der Auktionen sicherstellen, dass auch nicht MiFID-pflichtige Unternehmen einen adäquaten Marktzugang erhalten und hierfür entsprechende Angebote zur Verfügung stellen. Ein Ansatz hierfür ist das Auction-only-Angebot der EEX¹⁴⁹, das insbesondere KMU einen deutlich vereinfachten Marktzugang verschaffen soll.

¹⁴⁹ European Energy Exchange AG,
http://www.eex.com/de/EEEX/Produkte%20%26%20Entgelte/Emissionsrechte/Phase_3_Auktionen/Zugang_zur_Auktion, zuletzt aufgerufen am 22.1.2014.

4.1.3 CDM/JI¹⁵⁰-Projekte

Aufgrund der deutlich gesunkenen Relevanz des primären CER/ERU¹⁵¹-Marktes wird dieser im Rahmen dieses Papiers nicht vertiefend behandelt.

4.2 Sekundärmarkt

Im Folgenden wird auf den Einfluss der neuen Regelungen der Finanzmarktregulierung auf den Sekundärmarkt eingegangen. Die Struktur dieses Abschnitts orientiert sich dabei noch an der bisherigen Einteilung des europäischen Kohlenstoffmarktes in Börsen und OTC-Markt.

Bzgl. MTF ist nicht davon auszugehen, dass es im CO₂-Bereich signifikante Entwicklungen geben wird. Es bleibt abzuwarten, ob der OTF ein adäquater Ersatz für den für viele Anlagenbetreiber wichtigen OTC-Markt darstellen kann. Allerdings scheinen die möglichen Erleichterungen im Vergleich zum geregelten Börsenhandel zu gering, um mit diesem etablierten Segment ernsthaft in Konkurrenz treten zu können. Vielmehr ist zu erwarten, dass die Börsen einen weiteren Bedeutungszuwachs erfahren. Den Anlagenbetreibern bleibt dann, sich über Börsen oder Intermediäre einen entsprechenden Marktzugang zu verschaffen.

4.2.1 Börsen

Der allergrößte Teil des CO₂-Handels im EU-EHS wird bereits (und mit weiterhin steigender Tendenz) über Börsen abgewickelt (2013: ~85%) (Thomson Reuters Point Carbon 2014; S. 4). In dem stark konsolidierten Segment können die verbliebenen Börsen auf eine große Erfahrungsbasis zurückgreifen, auch im Clearing von Handelsgeschäften.

An den Börsen handeln hauptsächlich Unternehmen mit hohem Handelsvolumen. Dies macht den allergrößten Teil des Marktes aus und unterliegt bereits der Finanzmarktregulierung. Darüber hinaus wird ein großer Anteil der am OTC-Markt zustande kommenden Geschäfte über Börsen gecleart (Trayport 2013; S. 4.). Diese Clearing-Geschäfte werden hauptsächlich durch große Unternehmen durchgeführt, die bereits der Finanzmarktregulierung unterliegen und teilweise noch am OTC-Markt tätig sind. Kleinere Unternehmen (die überwiegend am OTC-Markt tätig sind) clearen ihre Handelsgeschäfte selten über die Börse.

Da die Börsen ohnehin bereits einer strengen Marktregulierung unterliegen, werden die geplanten Anpassungen bei den beschriebenen Rechtsakten, z.B. in den Bereichen Transparenzvorschriften und Meldung von Geschäften (Abschnitt 3.1.3), keinen entscheidenden, direkt nachteiligen Einfluss auf Struktur und Prozesse der Börsen im Bereiche des Handels mit Emissionsrechten haben. Ggf. kann sogar eine Ausweitung des Geschäfts erwartet werden, da insbesondere bisher eher börsenunerfahrene Akteure aktiv werden könnten. Hier könnten die Börsen dann beispielsweise auch die Meldepflichten nach EMIR für Unternehmen übernehmen, die nicht den allgemeinen Meldepflichten unterliegen.

Sollten die Emissionsrechte unter die allgemeine Clearing-Pflicht nach EMIR fallen (Abschnitt 3.4), so könnte dies eine Ausweitung des börslichen Geschäftsbereichs bedeuten. Die Börsen clearen ohnehin schon einen Großteil der außerbörslich zustande gekommenen CO₂-Handelsgeschäfte (Trayport 2013; S. 4.).

Ggf. wird sich auch das originäre Börsengeschäft ausweiten. Hierbei bleibt abzuwarten, wie sich die Ausweitung der Regulierung auf den OTC-Bereich auswirken und wie sich die Einführung des neuen OTF-Handelsplatzes entwickeln wird. Ob sich diese Änderungen tatsäch-

¹⁵⁰ Clean Development Mechanism, Joint Implementation, Projektmechanismen im Rahmen des Kyoto-Protokolls.

¹⁵¹ Certified Emission Reductions (CER), Emissions Reductions Units (ERU): Internationale Gutschriften aus CDM/JI-Projekten.

lich mittels einer erhöhten oder einer verringerten Liquidität auf die geregelten Märkte auswirken werden, ist zum jetzigen Zeitpunkt schwer abzuschätzen.

In jedem Fall wäre es begrüßenswert, wenn die Börsen künftig verstärkt, ähnlich des Auction-only-Produktes, auch im Sekundärmarkt vereinfachte Marktzugänge schaffen würden. Dies bietet ihnen zum einen die große Chance, das im aller Voraussicht nach weiter zurückgehenden OTC-Markt vorhandene Handelsvolumen zu übernehmen. Zum anderen wäre es eine große Erleichterung für die Unternehmen (bzw. deren Intermediäre), die bisher noch die Markthürden des Börsengeschäfts gescheut haben.

4.2.2 Over-the-Counter (OTC)

Der absolut größte Teil der Unternehmen im CO₂-Markt handelt OTC, allerdings mit insgesamt eher geringem Handelsvolumen. D.h. den bisher unregulierten Teil des Marktes besetzen insbesondere diejenigen Unternehmen, für die ein Börsenzugang eine zu große Hürde darstellt und die den CO₂-Handel insbesondere als notwendig erachten, um ihre Verpflichtungen im Rahmen des EU-EHS zu erfüllen. Der OTC Handel stellt also mitunter eine erforderliche Nische insbesondere für alle nicht-handelsaffinen Teilnehmer des EU-EHS dar. Allerdings muss natürlich dennoch berücksichtigt werden, dass auch handelsaktivere Unternehmen aus dem Finanz- und dem Energiemarkt weiterhin OTC handeln und dieser Markt derzeit noch die Möglichkeit bietet, z.B. auch jederzeit größere Volumen zu handeln, ohne dass dies für den restlichen Markt sichtbar wäre.

Grundsätzlich lässt sich sagen: je standardisierter die Produkte sind, desto mehr bietet sich ein Handel über Börsen an. Allerdings erfüllt der OTC-Markt eine wichtige Funktion. Zum einen dient er vielen Marktteilnehmern als Informationsgeber über die Hintergründe von Marktentwicklungen. Zum anderen spielt dieses Segment gerade bei der Entwicklung neuer Produkte eine wichtige Rolle, dies zeigt auch die Erfahrung mit dem Emissionshandel.

Die Vorschläge zu den neuen Regulierungsvorschriften des Finanzmarktes, die in Kapitel 3 beschrieben sind, stellen den OTC-Markt vor große Herausforderungen. Zusätzliche Kosten ergeben sich durch Transparenzvorschriften, Datenmeldungen (Abschnitt 3.1.3), sowie weitere Erfordernisse (insbesondere Abschnitte 3.1.4 und 3.1.5). Es ist abzusehen, dass sich viele Intermediäre aus dem Handel zurückziehen, da die zusätzliche Regulierung mit erheblich höheren fixen und variablen Transaktionskosten verbunden sein wird. Somit würde der Marktzugang für zahlreiche Anlagenbetreiber deutlich erschwert, da alternative Zugänge mit höheren Kosten verbunden sind.

Wichtig ist daher, dass angemessene und ausreichende Ausnahmeregelungen vorgesehen werden. Die in Abschnitt 3.1.2 beschriebenen scheinen jedoch in bestimmten Bereichen noch nicht hinreichend definiert bzw. ausgestaltet zu sein. Der OTC-Markt ist derzeit ein wichtiger Bestandteil des EU-Emissionshandels, an dem viele nicht-handelsaffine Unternehmen teilnehmen (müssen). Es sollte daher darauf geachtet werden, dass die Regelungen, die diese Teilnehmer eigentlich schützen sollten, angemessen und verhältnismäßig sind und nicht zu hohe Hürden für bestimmte Marktteilnehmer aufgebaut werden.

Das neu eingeführte Instrument des OTF scheint nicht die erforderlichen Erleichterungen gegenüber geregelten Märkten und MTF zu bringen, um insbesondere KMU einen angemessenen Marktzugang zu gewähren. Sie bergen vielmehr die Gefahr, dass nicht-finanzielle Unternehmen in den Geltungsbereich von MiFID II einbezogen werden, obwohl sie eigentlich ausgenommen werden sollten (siehe auch Abschnitt 3.1.6).

5 Marktteilnehmer

In Kapitel 3 wurde bereits ausführlich diskutiert, in welchem Zusammenhang die angestrebten Anpassungen der Rechtsakte mit den vorhandenen Primärrisiken und ggf. neu entstehenden Sekundärrisiken stehen. Dabei wurde auch bereits darauf eingegangen, welche Auswirkungen dies auf die einzelnen Marktteilnehmer haben könnte. Im Folgenden wird diese Analyse nochmals je Marktteilnehmer zusammengefasst, teilweise unter Verweis auf die jeweiligen Abschnitte in Kapitel 3.

Es wird dabei zum einen beschrieben, inwieweit von den einzelnen Marktteilnehmern Primärrisiken für den Gesamtmarkt ausgehen. Zum anderen wird beleuchtet, inwieweit sich die Marktteilnehmer durch die Regulierung ggf. Sekundärrisiken ausgesetzt sehen.

Zusammenfassend sei festgehalten, dass die Ausnahmetatbestände nicht ausreichend scheinen, um insbesondere KMU einen angemessenen Marktzugang zu verschaffen. Die Analyse wird allerdings dadurch erschwert, dass einige Regelungen im Detail noch nicht abschließend ausgearbeitet sind und teilweise der Ausgestaltung der nationalen Implementierung unterliegen. So sollten z.B. vor allem die in MiFID II vorgesehenen Ausnahmeregelungen (Abschnitt 3.1.2) detaillierter bzw. exakt abgegrenzt werden, um die Diskussionsbasis zu verbessern und Handlungs- und Informationssicherheit zu gewährleisten.

5.1 Finanzsektor

Im Bereich des Finanzsektors wird insbesondere die Rolle der Banken im Rahmen des CO₂-Handelssystems untersucht. Sonstige Investorengruppen, wie z.B. Fonds oder spekulativ eingestellte Marktakteure werden ebenfalls kurz beleuchtet.

Banken

Die Preisentwicklung in der Vergangenheit lässt teilweise vermuten, dass es hin und wieder einige Akteure gab, die den CO₂-Markt für fundamental nicht begründbare Spekulationsgeschäfte genutzt haben. Es ist zu vermuten, dass unter diesen Akteuren auch einige Banken zu finden waren. Auch wenn sich in der Zwischenzeit viele Banken weitgehend aus dem CO₂-Geschäft zurückgezogen haben, so lässt die Vergangenheit doch erahnen, dass die Banken aufgrund ihrer oft hohen Handelsvolumina durchaus das Potential haben, den Markt zu beeinflussen. Dies muss nicht einmal das bewusste Ziel sein, kann aber im Rahmen von Spekulationsgeschäften als Teil des Eigenhandels als Nebeneffekt auftreten.

Beobachtungen in anderen Märkten zeigen, dass sich insbesondere Banken weitere Möglichkeiten zur Preismanipulation bieten. So können gezielte Handelsempfehlungen (speziell an Kunden oder allgemein mittels Analystenpapieren) den Markt in eine für die Bank gewünschte Richtung lenken und somit die eigene (Long- oder Short-)Position begünstigen. Ebenso z.B. auch, wenn die Bank bestimmte Indices veröffentlicht. Durch ein gezielte Hinzunehmen oder Herausstreichen beispielsweise von Emissionsrechten aus einem Commodity-Index kann die Nachfrage indirekt gesteuert werden.

Aus o.g. Gründen erscheint es zielführend, bestimmte Handelsgeschäfte der Banken einer strengen Regulierung zu unterstellen.

Banken als Intermediäre

Auf der anderen Seite erfüllen die im Emissionshandel tätigen Banken eine wichtige Funktion, indem sie ihren Kunden einen (indirekten) Zugang zum CO₂-Markt ermöglichen. Auch hier konnte allerdings eine starke Konsolidierung beobachtet werden. Der Grund sind sinkende CO₂-Preise, die die Margen der Banken schrumpfen lassen. Dies macht für sie das einstmals attraktive CO₂-Geschäft deutlich unattraktiver. Allerdings ist es durchaus gerechtfertigt

tigt, dass die Banken ihre CO₂-Handelsgeschäfte über Margen finanzieren, solange sie dadurch ihren Kunden höhere Aufwände in sonstige Marktzugänge ersparen.

Durch die angestrebte, strengere Regulierung des CO₂-Handels werden die Transaktionskosten auf Seiten der Banken steigen. Für sie selbst werden die neuen Regelungen zwar keinen bedeutenden Mehraufwand bedeuten, allerdings sieht dies anders aus, wenn man die Kundenseite betrachtet.

So werden die verschiedenen, geplanten Regelungen wie erweiterte Transparenzvorschriften und Meldeanforderungen (Abschnitt 3.1.3), aber auch die Feststellung der Handelseignung auf Kundenseite (Abschnitt 3.1.4) oder die Anti-Geldwäsche-Richtlinie (Abschnitt 3.3) einen Mehraufwand bedeuten, den die Banken voraussichtlich direkt oder indirekt über höhere Kosten an ihre Kunden weitergeben werden. Möglich wäre auch ein weiterer Rückzug der Finanzinstitute aus dem CO₂-Markt, was bedeuten würde, dass es für die Anlagenbetreiber des EU-EHS eine wichtige Marktzugangsmöglichkeit weniger gäbe. Auch die Aufzeichnungspflicht erhöht tendenziell die Transaktionskosten, sollte bei Banken im Handelsgeschäft allerdings bereits ohnehin Standard sein (Abschnitt 3.1.5). Inwieweit z.B. die Clearingpflicht nach EMIR den Emissionshandelsmarkt beeinflusst, bleibt abzuwarten (Abschnitt 3.4), aber hier besteht ebenfalls die Gefahr einer zusätzlichen Erhöhung der Transaktionskosten beim Handel mit Banken.

Eine Abmilderung könnten Ausnahmeregelungen sein, so dass z.B. beim Handel mit unter die Ausnahmeregelungen von MiFID II (Abschnitt 3.1.2) fallenden Unternehmen die o.g. Erfordernisse nicht erfüllt werden müssen. Auch die Einführung genereller Schwellenwerte wäre bereits eine große Erleichterung und würde die Wirksamkeit von MiFID II nicht untergraben, da die Schwellenwerte so gesetzt werden könnten, dass aus den dann niedrigen Handelsvolumina keine Gefahr für den Gesamtmarkt ausgehen sollte. Allerdings besteht die Schwierigkeit vor allem in der adäquaten Definition dieser Schwellenwerte, so dass die Unternehmen ihre Bedürfnisse im Rahmen des EU-Emissionshandels befriedigen könnten.

Was die Transparenzanforderungen angeht, so könnte der Verweis auf bestehende Referenzpreise z.B. der führenden Emissionshandelsbörsen die eigenen Transparenzvorgaben ersetzen. Dies wäre eine ausreichende Basis für die Handelspartner, um die angebotenen Preise mit den gängigen Marktpreisen zu vergleichen.

Investoren

Unter der Gruppe der Investoren werden im Rahmen dieses Papiers alle Unternehmen verstanden, die Handelsgeschäfte zu Anlage- oder Spekulationszwecken durchführen. Dies können marktfremde Unternehmen sein, wie z.B. Fonds-Gesellschaften, aber z.B. auch Unternehmen, die dem Emissionshandel unterliegen, und neben ihren Compliance- auch Spekulationsgeschäfte durchführen. In letzterem Fall wird es schwierig sein, das eine regulativ von dem anderen zu trennen.

Im Bereich des Eigenhandels bzw. der Spekulation sind die Geschäfte der Investoren mit denen der Banken zu vergleichen. Neben der Bereitstellung von Liquidität erfüllen sie allerdings keine den EU-Emissionshandel oder seine Anlagenbetreiber unterstützende Funktion. Es ist vielmehr davon auszugehen, dass die Gruppe der Investoren die extremen Preisentwicklungen in den Krisenjahren 2008 und 2011 noch verschärft haben. Das Potential zur (bewussten oder unbewussten) Marktbeeinflussung ist hier also gegeben.

Im Falle der Investoren werden Emissionsrechte tatsächlich wie Finanzinstrumente eingesetzt, daher ist eine dementsprechende Regulierung sinnvoll.

5.2 Energieversorgungsunternehmen

Die Gruppe der Energieversorgungsunternehmen (EVU) ist sehr heterogen. Die Spannbreite im Handelsbereich reicht von hochprofessionell ausgestatteten Handelsgesellschaften, die mit allen Finanzmarktregularien vertraut sind, bis hin zu kleinen Stadtwerken, bei denen der Emissionshandel teilweise durch den technischen Anlagenverantwortlichen abgewickelt wird.

Große Energieversorgungsunternehmen

Insbesondere „Big Player“, wie die vier größten deutschen EVU¹⁵² haben i.d.R. eigene Handelsgesellschaften, welche bereits die Erfordernisse der MiFID erfüllen. Sie haben gewissermaßen eine Sonderstellung gegenüber den anderen EVU inne, was die Handelsprozesse und das Handelsvolumen im Rahmen des EU-Emissionshandels angeht.

Daneben gibt es auch Handelsgesellschaften, die mehreren EVU gehören und diese bedienen (wie z.B. Syneco). Für ihren Eigenhandel stellen die neuen Regularien also keine relevanten Hindernisse dar, insbesondere, wenn die entsprechenden Handelsgeschäfte zwischen Mutter- und Tochterunternehmen bzw. für den Handel auf eigene Rechnung nicht in den Regelungsbereich der MiFID II fallen (Abschnitt 3.1.2). Das gilt auch deshalb, weil davon auszugehen ist, dass ausreichend Ressourcen und Know-how im Unternehmen vorhanden sind, um sich in die neuen Regelungen einzuarbeiten bzw. sich daran anzupassen. Ebenso sind die größten EVU üblicherweise bereits an den Emissionshandelsbörsen tätig.

So ist das potentielle Risiko einer (bewussten oder unbewussten) Marktbeeinflussung zwar vorhanden, aber wie bei den Banken bereits durch die Marktregulierung weitgehend erfasst. Auch werden die Produktionsdaten bereits veröffentlicht und somit wichtige marktrelevante Informationen der EVU (Abschnitt 3.2). Dies nimmt üblicherweise ab, je kleiner das Produktionsvolumen des EVU wird, allerdings sinkt mit dem Produktionsvolumen auch das Risiko der mengenseitigen Marktbeeinflussung.

Eine Marktregulierung der großen EVU erscheint zielführend, da ein potentielles Risiko der Marktbeeinflussung durch große Handelsvolumina vorhanden ist. Zu beachten ist allerdings, dass insbesondere die großen EVU teilweise einen großen Anteil ihrer Strommengen bereits Jahre im Voraus verkaufen. Um dabei Planungs- und Preissicherheit zu gewährleisten und gleichzeitig den administrativen Aufwand durch MiFID II¹⁵³ nicht zu groß werden zu lassen, sollte sichergestellt sein, dass sie die dadurch entstehenden Hedging-Aktivitäten nach wie vor uneingeschränkt durchführen können¹⁵⁴. Meldepflichten könnten ggf. in aggregierter Form erfüllt werden.

Energieversorgungsunternehmen als Intermediäre

Ähnlich wie die Banken nehmen auch die großen EVU (insbesondere die Big Player) die Rolle eines Zwischenhändlers ein und beschaffen dadurch vielen Anlagenbetreibern einen angemessenen Marktzugang. Auch hier sollte daher darauf geachtet werden, dass die zusätzlichen Regelungen die Transaktionskosten nicht zu stark erhöhen und die EVU dadurch dazu veranlassen, ihren Kunden diesen Service nicht mehr anzubieten. Die Ausführungen unter 5.1 unter „Banken als Intermediäre“ gelten analog.

Kleine und mittelständische Energieversorgungsunternehmen

Die kleinen und mittelständischen EVU handeln meist nur relativ geringe, nicht marktrelevante Mengen für ihre Compliance-Zwecke (oftmals am Spot-Markt) und stellen somit ein

¹⁵² RWE, E.ON, EnBW, Vattenfall.

¹⁵³ z.B. Transparenzvorschriften, Meldeanforderungen etc., siehe Abschnitt 3.1.3.

¹⁵⁴ siehe hierzu auch die EFET-Stellungnahmen unter 3.1.1 und 3.1.2.

eher geringes Risiko für das Funktionieren des Gesamtmarktes dar. Ein aktives CO₂-Handels-Management findet i.d.R. nicht statt, meist geht es um den Verkauf von Überschüssen oder um die Schließung von Unterdeckungen. Auch Tauschgeschäfte im Rahmen ihrer Compliance (CER/ERU-EUA-Swap) sind denkbar, aber keinesfalls die Regel. Sie haben in den meisten Fällen keinen direkten Marktzugang und sind somit auf Intermediäre angewiesen. Die Erfüllung der Anforderungen unter MiFID würde eine zu große Bürde bzw. zu hohe Kosten und noch weniger Anreiz für die direkte Marktteilnahme für diese Unternehmen darstellen und brächte nicht nur starke Akzeptanzprobleme mit sich, was das EU-EHS angeht, sondern würde die Unternehmen auch darin gefährden, die Erfordernisse des EU-Emissionshandels zu erfüllen (Abschnitt 3.1.1 und 3.1.3).

Die Ausnahmeregelungen z.B. für den Eigenhandel (Abschnitt 3.1.2) scheinen ausreichend, um diese Unternehmen von einer direkten Betroffenheit durch die Finanzmarktregulierung zu befreien. Allerdings sollte darüber hinaus gesichert werden, dass sie beim Handel mit Intermediären nicht erhöhte Transaktionskosten zahlen müssen, da diese beim Handel mit ihnen MiFID-Anforderungen erfüllen müssen, z.B. beim Handel über Handelsunternehmen. Hier ist noch eine Schärfung der Ausnahmeregelungen erforderlich. Zum anderen handeln viele dieser Unternehmen mit Intermediären, für die die MiFID-Regelungen das Aus in Bezug auf den Handel mit Emissionsrechten bedeuten würde (Abschnitt 5.4). Hilfreich für die Akzeptanz des Emissionshandelsmarktes wäre die Sicherstellung, dass die bisher genutzten Handelskanäle weiterhin unkompliziert zur Verfügung stehen.

Transparenzvorschriften (Abschnitt 3.1.3) und Beraterprotokolle (Abschnitt 3.1.4) scheinen für diese am Emissionshandel teilnehmenden Unternehmen angebracht. Allerdings ist in den meisten Fällen davon auszugehen, dass auch KMU über die Preisentwicklungen am CO₂-Markt unterrichtet sind bzw. die Quellen kennen, bei denen sie sich über die Preise informieren können. Zum anderen zeigt die Erfahrung, dass formale Erfordernisse wie Transparenzvorschriften, Beraterprotokolle oder Telefonaufzeichnungen teilweise abschreckend auf diese Marktteilnehmer wirken. Diesem Dilemma könnte beispielsweise mit einer Informationsplattform oder -broschüre Abhilfe geschaffen werden, die über die wichtigsten Informationsquellen und Marktzugänge informiert, in Deutschland z.B. über die Website der DEHSt. Andernfalls sollten sich die Beraterprotokolle auf die wesentlichen Punkte beschränken, um die Transaktionskosten nicht zu stark in die Höhe zu treiben. Diesbezügliche Informationsveranstaltungen werden von den kleinsten Unternehmen meist nicht angenommen, da sie zu weit von deren Kerngeschäft entfernt sind. Allerdings könnte sich dies mit der wachsenden Bedeutung des CO₂-Handelsgeschäfts in der dritten Handelsperiode ändern. Die wichtigste Maßnahme gegen Betrugsfälle scheint hier zu sein, weiterhin einen unkomplizierten Handel mit den den KMU vertrauten Handelspartnern zuzulassen. Dies können andere EVU, Banken oder auch Dienstleistungsunternehmen sein.

In Hinblick auf die Anti-Geldwäsche-Richtlinie sollte ein Augenmerk darauf gelegt werden, dass insbesondere die KMU mit ihrem erforderlichen Handelsvolumen unter die Schwellenwerte fallen, um nicht zusätzliche Belastungen, z.B. im Bereich Compliance-Management zu erfahren (Abschnitt 3.3). Ebenso sollte darauf geachtet werden, dass die Regelungen der Marktmissbrauchsrichtlinie angemessen sind und keine Bürde für die Unternehmen darstellen (Abschnitt 3.2).

Die KMU und auch viele größere Unternehmen haben zwar quasi keinen relevanten Einfluss auf die CO₂-Marktentwicklung und somit auf den direkten Handelsmarkt, es handelt sich hierbei aber um den weitaus größten Teil der Unternehmen, die die Erfordernisse des EU-EHS erfüllen müssen. Daher ist es für die Akzeptanz des gesamten Systems wichtig, diese Gruppe durch geeignete (sprich: einfache und nicht zu teure) Marktzugänge zu bedienen.

5.3 Industrieunternehmen

Auch die Gruppe der Industrieunternehmen ist heterogen, was den Handel mit Emissionsrechten angeht. Von ihnen geht aber in der Regel kein Risikopotential im Sinne einer Marktbeeinflussung aus.

Big Player

Einige wenige der größten Industrieunternehmen haben einen direkten Zugang zu den Emissionshandelsbörsen und betreiben ein aktives CO₂-Handels-Management mit eigenen Zuständigkeiten für den Bereich Handel. Diese haben i.d.R. auch das Potential, durch ihre potentiellen Handelsmengen die Preisentwicklung zu beeinflussen. So ist eine Regulierung dieser Gruppe durchaus sinnvoll (siehe auch Abschnitt 5.1 unter „Investoren“). Die zusätzliche Belastung wird in diesem Bereich auch relativ geringer sein als bei kleineren Unternehmen. Schwierig wird allerdings eine Abgrenzung der für den Emissionshandel erforderlichen Geschäfte von den Anlage- bzw. Spekulationsgeschäften (nicht zu verwechseln mit Absicherungsgeschäften) sein. Sobald ein Unternehmen in letzteren tätig ist, sollte es möglichst der Finanzmarktregulierung unterliegen.

Sonstige Industrieunternehmen

Für die sonstigen Industrieunternehmen sei auf die Ausführungen unter Abschnitt 5.2 unter „Kleine und mittelständische Energieversorgungsunternehmen“ verwiesen, die analog gelten. Wobei bei vergleichbarer Unternehmensgröße vermutlich den EVU eine leicht höhere Handelsaffinität unterstellt werden kann. Viele Industrieunternehmen konzentrieren sich auf ihr Kerngeschäft und führen nur die allernötigsten CO₂-Handelsgeschäfte durch. Dementsprechend ist oftmals nur ein geringes oder gar kein Handels- bzw. Markt-Know-how vorhanden. Insbesondere bei den kleinen Industrieunternehmen hat teilweise bisher gar kein Handel stattgefunden. Dies wird sich allerdings im Verlauf der dritten Handelsperiode ändern (müssen), da die Überschüsse aus der zweiten Handelsperiode aufgebraucht sein werden und die kostenlose Zuteilung stetig sinkt. Es werden also in den kommenden Jahren Akteure am Emissionshandelsmarkt auftreten, die bisher noch gar keine Erfahrung im Bereich Handel gesammelt haben. Umso wichtiger ist ein möglichst einfacher Marktzugang. Eine Veröffentlichung von Produktionsdaten scheint nicht erforderlich, da diese nur einen geringen Einfluss auf den Markt haben und ohnehin einmal jährlich die Meldung der Emissionsdaten sowie Aktivitätsraten erfolgt (Abschnitt 3.2).

5.4 Dienstleistungsunternehmen

Unter dem Begriff der Dienstleistungsunternehmen werden im Rahmen dieser Studie eine Reihe verschiedener Dienstleistungsbereiche zusammengefasst, die zwar sehr heterogen ist, in Ihrer Gesamtheit allerdings eine wichtige Ergänzung der Börsen für den Handel mit CO₂-Zertifikaten darstellt. Diese Unternehmen stellen wichtige Elemente dar, um dem größten Teil der Anlagenbetreiber (mit insgesamt niedrigem Volumen) im Rahmen des EU-EHS einen Marktzugang zu gewähren, der ihren Ansprüchen gerecht wird. Insbesondere für KMU sollte der Zugang zum CO₂-Markt möglichst niedrige Barrieren aufweisen (Abschnitt 3.1.1).

Im Folgenden werden die Dienstleistungsunternehmen weiter aufgeteilt in folgende Bereiche:

- ▶ Handelsgesellschaften
- ▶ Beratungsunternehmen
- ▶ Broker
- ▶ (Banken)
- ▶ (EVU)

Die Handelsgesellschaften und die Beratungsunternehmen werden in diesem Abschnitt analysiert. Auf die Broker wird kurz eingegangen. Banken und EVU werden nicht direkt als CO₂-Dienstleistungsunternehmen klassifiziert, erfüllen aber teilweise für ihre Kunden diese Rolle. Für eine Beschreibung dessen sei auf die Abschnitte 5.1 sowie 5.2 verwiesen.

Handelsgesellschaften

Die für den Emissionshandel relevanten Handelsgesellschaften haben ihren Ursprung meist in der Energiewirtschaft¹⁵⁵. Energiehandelsunternehmen dieser Art sind strukturell durchaus vergleichbar mit den Handelsgesellschaften der großen EVU. Meist dienen sie insbesondere den Zwecken ihrer Gesellschafter, oftmals eine Vielzahl von Stadtwerken.

Die größeren Handelsgesellschaften können durch ihr Handelsvolumen durchaus einen gewissen Markteinfluss haben, dieser sollte allerdings nicht ausreichen, um in Zeiten normaler Handelsvolumina ein reales Risiko für eine signifikante Marktbeeinflussung darzustellen. In Zeiten geringen Handelsvolumens, wie z.B. in den Sommermonaten oder um die Feiertage zum Jahresende, könnte eine gezielte Handelsbeeinflussung theoretisch durchaus möglich sein.

Die Handelsgesellschaften erfüllen insbesondere für kleine und mittelgroße EVU eine wichtige Rolle, was den Energiehandel allgemein, aber auch den CO₂-Handel angeht. In Hinblick auf die aktuell diskutierten Regelungen von MiFID II sind sie differenziert zu sonstigen Marktteilnehmern zu betrachten. Die Erlangung einer Lizenz sollte keine unüberwindbare Hürde für sie darstellen, würden jedoch durchaus einen signifikant höheren Aufwand mit sich bringen.

Da sie insbesondere im Energiemarkt bereits eine wichtige Mittlerrolle einnehmen, sollten die Ausnahmen in jedem Fall so gestaltet sein, dass sie ihre Intermediärsfunktion nach wie vor problemlos ausfüllen können. Ein Ansatz zumindest für deren Gesellschafter ist die Ausnahmeregelung Art. 2 Abs. 1 b MiFID, die den Handel für Tochtergesellschaften vom Anwendungsbereich ausnimmt (Abschnitt 3.1.2).

Was die Transparenzanforderungen und Meldepflichten angeht, so können diese ab einer bestimmten Größe durchaus sinnvoll sein, allerdings sollte insbesondere auch bei kleineren Handelsgesellschaften darauf geachtet werden, dass die Transaktionskosten nicht dadurch in die Höhe getrieben werden, dass zu strikte Transparenzanforderungen oder Meldepflichten erfüllt werden müssen (Abschnitt 3.1.3). Hier könnten ein Verweis auf die Preisentwicklung führender Börsen und aggregierte Meldungen sinnvoll sein (auch um die Vertraulichkeit zu wahren, wenn nur eine geringe Anzahl an Handelsgeschäften ausgeführt wird).

Sollten sich andere Intermediäre aufgrund gestiegener Kosten durch MiFID II aus dem CO₂-Handel zurückziehen, so bietet sich für diese etablierten Handelsgesellschaften die Chance, einen weiteren Kundenkreis zu erschließen.

Was die Feststellung der Kundeneignung angeht, so hängt deren Sinnhaftigkeit von der Kundenstruktur der Handelsgesellschaft ab. Wichtig ist hierbei, darauf zu achten, dass es keine Bevorzugung oder Benachteiligung gegenüber sonstigen EVU oder auch Banken gibt. Ggf. können auch hier Mengenschwellen (z.B. Handelsmenge pro Jahr) sinnvoll sein.

Die Aufzeichnungspflicht kann die Transaktionskosten erhöhen (Abschnitt 3.1.5). Ggf. können insbesondere kleinere Handelshäuser durch Mengenschwellen von dieser Pflicht befreit werden. Ähnliches gilt für die Anti-Geldwäsche-Richtlinie (Abschnitt 3.3), die je nach Mengenschwellen zur Anwendung kommen sollte.

¹⁵⁵ Als Beispiel sei hier Syneco genannt, die Energiehandelsplattform der Thüga-Gruppe. Sie hält derzeit keine BaFin-Lizenz.

Die Clearingpflicht sollte bei kleineren Unternehmen als Handelspartner nicht zur Anwendung kommen müssen, sie würde insbesondere die Transaktionskosten erhöhen (Abschnitt 3.4).

Beratungsunternehmen

Die meisten der Unternehmen, die Beratungsdienstleistungen im Bereich des EU-Emissionshandels anbieten (z.B. Monitoring, Reporting), ergänzen ihre Produktpalette dadurch, dass sie für ihre Kunden auch die erforderlichen Handelsgeschäfte durchführen. Meist handelt es sich hierbei um Spot-Handelsgeschäfte im Bereich 1.000-10.000 t, die ein- bis zweimal pro Jahr durchgeführt werden, ein Handelsvolumen, für das es sich für ein Unternehmen nicht auszahlt, sich z.B. an einer Börse anzumelden. Oftmals wenden sich diese Unternehmen an ihre Berater, da mit diesen Unternehmen eine große Vertrauensbasis vorhanden ist. Aufgrund der Struktur der Handelsgeschäfte (geringes Volumen, Spot) und der bereits vorhandenen Kundenbeziehung kann bei derartigen Geschäften auf umfangreiche Vertragswerke verzichtet werden. Oft reichen sehr schmale Verträge aus, was insbesondere die fixen Transaktionskosten auf niedrigem Niveau hält. Es handelt sich dabei oftmals um kleine Unternehmen, die die Eintrittsbarrieren anderer Marktzugänge scheuen. Mit zunehmender Kürzung der kostenlosen Zuteilungsmenge ist damit zu rechnen, dass im Verlauf der dritten Handelsperiode weitere, insbesondere kleinere Unternehmen neu am Emissionshandelsmarkt auftreten werden.

Für diese Unternehmen ist es wichtig, dass sie nach wie vor diesen für sie problemlosen und relativ kostengünstigen Marktzugang nutzen können. Allerdings sind die Beratungsunternehmen derzeit von keiner der vorgesehenen Ausnahmeregelungen der MiFID II begünstigt. Da es sich hierbei meist um sog. Back-to-back-Geschäfte¹⁵⁶ handelt, greifen die Ausnahmen des Handels auf eigene Rechnung bzw. des Handels als Nebentätigkeit nicht (Abschnitt 3.1.2).

Ggf. könnte dem durch die Gründung einer separaten Handelsgesellschaft, an der sich grundsätzlich jeder Anlagenbetreiber des EU-Emissionshandels beteiligen kann, begegnet werden. Die Gesellschaft könnte von einem Dienstleistungsunternehmen geführt werden. Die Aufsicht durch eine Behörde könnte der Gesellschaft eine höhere Sicherheit und damit eine höhere Akzeptanz verleihen.

Was die weiteren MiFID-Anforderungen angeht (Abschnitte 3.1.3 –3.1.5), so sollte für die Transparenzvorschriften ein Verweis auf die führenden Börsen ausreichend sein. Mengenschwellen sollten so gestaltet sein, dass eine Meldung nicht erforderlich ist. Sie würden auch der Gefahr einer Marktbeeinflussung vorbeugen. Ebenso sollte die Feststellung der Kundeneignung standardmäßig mit sehr geringem Aufwand erfolgen.

In Hinblick auf die Anti-Geldwäsche-Richtlinie sollte darauf geachtet werden, dass die Beratungsunternehmen unter die Schwellenwerte fallen, um nicht zusätzliche Belastungen, z.B. im Bereich Compliance-Management zu erfahren (Abschnitt 3.3), die sie an ihre Handelskunden weitergeben müssten. Die Clearingpflicht nach EMIR (Abschnitt 3.4) sollte entfallen, zumindest unter der Maßgabe, dass Schwellenwerte eingehalten werden. Diese könnten differenziert nach Spot- und Termingeschäften eingeführt werden.

¹⁵⁶ Bei back-to-back-Geschäften erhält bspw. ein Beratungsunternehmen den Kundenauftrag, Zertifikate zu beschaffen. Das Beratungsunternehmen würde diese Zertifikate dann z.B. über einen anderen Intermediär auf eigene Rechnung kaufen und anschließend an den Kunden weiterverkaufen. Selbst wenn diese Tätigkeit nur eine Nebentätigkeit darstellt, so greift die Ausnahmeregelung nicht, da bei der Ausführung von Kundenaufträgen Handel für eigene Rechnung betrieben wird (Abschnitt 3.1.2).

Im ungünstigsten Fall werden sich die Beratungsunternehmen aus dem CO₂-Handelsmarkt zurückziehen, was bedeuten würde, dass es für die Anlagenbetreiber des EU-EHS eine wichtige Marktzugangsmöglichkeit weniger geben würde.

Broker

Die Bedeutung von Brokern nimmt im Einklang mit OTC-Transaktionen im EU-Emissionshandel immer mehr ab (Thomson Reuters Point Carbon 2014; S. 4.). Große, handelsaffine Unternehmen handeln den größten Teil ihrer CO₂-Geschäfte über die Börse. Kleinere Unternehmen wenden sich an ihr EVU oder ihre Bank bzw. nehmen die Dienstleistungen von Handelsgesellschaften oder Beratungsunternehmen in Anspruch. Sollten es die Finanzmarktregulieren ermöglichen, dass die genannten Unternehmensgruppen ihre CO₂-Handelsdienstleistungen weiterhin den Anlagenbetreibern zur Verfügung stellen, so werden die Broker weiter an Bedeutung verlieren. Falls die sonstigen Intermediäre zu starke Einschränkungen erfahren sollten, so könnten die Broker eine Renaissance erleben. In diesem Fall wäre es wichtig, dass zumindest die reine Vermittlungstätigkeit nicht unter den Anwendungsbereich der MiFID fällt, denn dann könnte der Wegfall der Intermediäre teilweise dadurch ersetzt werden, dass die Broker eine Vermittlung zwischen Unternehmen vornehmen, die nicht unter den Anwendungsbereich der MiFID II fallen.

6 Schlussfolgerung und Empfehlungen

Insgesamt sind die gesetzlichen Überarbeitungen und Neuerungen des europäischen Marktaufsichtsregimes zu begrüßen. Dabei wird der Emissionshandel nun ganz klar der europäischen Finanzmarktregulierung unterstellt. Auch wenn die in der Vergangenheit beobachteten Zwischenfälle, wie beispielsweise Phishing-Attacken und Umsatzsteuerbetrug, nicht aufgrund einer unzureichenden Marktregulierung aufgetreten sind oder speziell ein Problem des Emissionshandels wären, ist v.a. eine Steigerung der Transparenz des Marktgeschehens, sowohl an den regulierten Märkten als auch im OTC-Bereich, erstrebenswert. Gerade in einem vergleichsweise schnell wachsenden Markt ist es zudem von Bedeutung, dass eine angemessene Regulierung die Rahmenbedingungen für einen funktionsfähigen Markt schafft.

Das vorliegende Papier stellt die vorläufigen Einschätzungen zu den Auswirkungen der überarbeiteten Finanzmarktregulierung auf den EU-Emissionshandel vor. Aufgrund der laufenden Konsultationsprozesse zu MiFID II und den teilweise sich noch in der Umsetzung befindenden anderen für den Emissionshandel ebenfalls relevanten Regelwerke (u.a. EMIR), kann zu diesem Zeitpunkt keine abschließende Bewertung der Auswirkungen erfolgen. Insgesamt ist jedoch davon auszugehen, dass die Primärrisiken des EU-EHS durch die Ausweitung des Anwendungsbereichs der Finanzmarktregulierung auf Emissionsrechte weitestgehend minimiert werden.

Mit der Ausweitung und teilweisen Intensivierung der zukünftigen Marktüberwachung wird allerdings für einen Großteil der Marktteilnehmer ein deutlich höherer Aufwand verbunden sein, sowohl den (direkten oder indirekten) Marktzugang, als auch die Verpflichtungen bei laufenden Handelsaktivitäten betreffend. Vor allem höhere Transaktionskosten und ein erschwerter Marktzugang können dabei als zwei wesentliche Sekundärrisiken identifiziert werden, die v.a. kleinere und mittlere Anlagenbetreiber im Emissionshandel zukünftig von der Teilnahme am Handel abschrecken könnten.

Um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass im EU-Emissionshandel eine Vielzahl von Anlagenbetreibern einbezogen ist, die von Hause aus keine Handels- bzw. Finanzmarktexpertise aufweisen und lediglich an den Emissionsmarkt treten, um ihren Compliance-Verpflichtungen nachzukommen, wurden bereits unter MiFID I Ausnahmetatbestände geschaffen, die den emissionshandelspflichtigen Anlagen eine Teilnahme am Handel erleichtern sollten, indem sie nicht unter das Regime der Finanzmarktregulierung gestellt wurden. Von wesentlicher Bedeutung zur Abmilderung der Sekundärrisiken ist daher auch in Zukunft die Ausgestaltung der Ausnahmeregelungen, die es insbesondere den emissionshandelspflichtigen Anlagenbetreibern ermöglichen soll, nach wie vor mit möglichst geringen Barrieren handeln zu können. Demnach von den Vorgaben der MiFID II befreit bleiben zukünftig:

- ▶ Handel ausschließlich für Mutter-/Tochterunternehmen
- ▶ Handel von emissionshandelspflichtigen Anlagenbetreibern
- ▶ Handel auf eigene Rechnung
- ▶ Handel als Nebentätigkeit.

Wichtig zu beachten ist, dass der Handel von emissionshandelspflichtigen Anlagenbetreibern und der Handel auf eigene Rechnung hierbei nicht im Kundenauftrag stattfinden dürfen. Sobald ein Handel im Kundenauftrag stattfindet, kann also von Ausnahmetatbeständen der MiFID II zukünftig kein Gebrauch mehr gemacht werden. Dies betrifft in erster Linie die Intermediärsfunktion, wie sie beispielsweise Banken, aber auch Dienstleistungsunternehmen und Beratungsgesellschaften ausüben. Auch wenn davon auszugehen ist, dass einige Unternehmen, die regulär im Kundenauftrag Handel mit Emissionsrechten betreiben, bereits jetzt unter den Vorgaben der MiFID operieren (Banken, große EVU) und der Zusatzaufwand zum

Einbezug des Emissionshandels für diese als gering eingestuft wird, werden solche Unternehmen, die aufgrund der reduzierten Ausnahmetatbestände zukünftig MiFID-pflichtig würden, ggf. als Intermediär ausscheiden. Vor allem Beratungsgesellschaften, die den Handel mit Emissionsrechten nur als sekundäre Zusatzleistung anbieten, dürften davor zurückschrecken, eine BaFin-Lizenz (oder entsprechendes in anderen EU-Staaten) zu beantragen, um weiterhin am Markt für die Kunden tätig sein zu können. Aber auch für auf den Spot-Handel spezialisierte Finanzdienstleistungsunternehmen könnte es sich angesichts der sowohl administrativen als auch finanziellen Konsequenzen einer MiFID-Pflichtigkeit als problematisch herausstellen, weiterhin wettbewerbsfähige Dienstleistungen anzubieten. Es bleibt abzuwarten, inwiefern die zukünftig betroffenen Dienstleistungsunternehmen aufgrund ihrer MiFID-Pflicht ggf. tatsächlich den Rückzug aus dem Geschäft als Intermediär antreten werden und welche Auswirkungen dies wiederum auf insbesondere die kleineren und mittleren Anlagenbetreiber des EU-EHS haben wird. Letzteren sollte auch in Zukunft ein angemessen unkomplizierter Marktzugang gewährleistet werden. Ggf. wird die Bedeutung von Brokern wieder zunehmen, die von der MiFID II befreite Unternehmen zusammenzuführen, insbesondere Anlagenbetreiber. Aber auch andere Intermediäre, wie z.B. Banken und Handelsgesellschaften großer EVU, die bereits unter den Vorgaben der MiFID operieren, könnten vermehrt als Intermediäre von KMU nachgefragt werden.

Denkbar wäre zudem die Gründung spezieller CO₂-Handelsgesellschaften, um von den Ausnahmeregelungen der MiFID II für Anlagenbetreiber zu profitieren. Initiatoren könnten z.B. Verbände sein. Gesellschafter wären ausschließlich emissionshandelspflichtige Anlagenbetreiber. Die Dienstleistung der Gesellschaft würde in der Geschäftsführung dieser und insbesondere in der Ausführung von CO₂-Handelsgeschäften für ihre Gesellschafter liegen. Es wird daher von besonderem Interesse sein, über welche Kanäle die KMU in Zukunft ihren Handelsbedarf erfüllen werden, wenn ein Teil der bisherigen Intermediäre aufgrund der MiFID-Pflichtigkeit ihre Handelsaktivitäten einstellen sollte.

Letztlich wird die Praxis zeigen, welche Möglichkeiten die weniger handelsaffinen Unternehmen nutzen werden und inwieweit noch Erleichterungen insbesondere in Hinblick auf die Schaffung eines Marktzugangs für KMU sinnvoll und möglich sind. Eine eingehendere Untersuchung der tatsächlichen Auswirkungen der marktaufsichtrechtlichen Neuerungen, sowohl auf die verfügbaren Handelskanäle (insbesondere die Intermediärsfunktion) im EU-Emissionshandel als auch auf die Handelsaktivitäten der KMU, sollte daher nach vollständiger Implementierung der Regelwerke vorgenommen werden.

7 Quellenverzeichnis

- Andrew, Brian (2008): Market Failure, Government Failure and Externalities in Climate Change Mitigation: The Case for a Carbon Tax. In: Public Administration and Development, Dev. 28, pp. 393-410.
- Bundesrat (2012): Bundesrat, Empfehlungen der Ausschüsse, Drucksache 694/1/11 vom 30.01.2012. <http://dipbt.bundestag.de/dip21/brd/2011/0694-1-11.pdf>. Aufgerufen am 12.12.2013.
- BWF (2011): Bundesverband der Wertpapierfirmen. Stellungnahme vom 29.11.2011. http://www.bwf-verband.de/index.php?elD=tx_nawsecuredl&u=0&file=fileadmin/user_upload/Stellungnahmen/111129_bwf_com_MiFID_review.pdf. Aufgerufen am 12.12.2013.
- CEP (2012): Centrum für Europäische Politik. EU-Verordnung, MIFIR, cepAnalyse Nr. 16/2012 vom 16.04.2012. http://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/Kurzanalysen/MIFID_MIFIR/KA_MIFIR.pdf. Aufgerufen am 15.01.2014.
- Chan, Michelle (Mai 2010): Ten Ways to Game the Carbon Market, Friends of the Earth. http://www.foe.org/sites/default/files/10WaystoGametheCarbonMarkets_Web.pdf. Aufgerufen am 22.01.2014.
- DAI / BDI / VDT (2011): Deutsches Aktieninstitut, Bundesverband der Deutschen Industrie, Verband Deutscher Treasurers, Stellungnahme vom 29.11.2011. http://www.bdi.eu/images_content/KonjunkturStandortUndWettbewerb/MiFiD_Stellungnahme.pdf. Aufgerufen am 12.12.2013.
- Deloitte (November 2009): Carbon Credit Fraud, The White Collar Crime of the Future. https://www.deloitte.com/assets/Dcom-Australia/Local%20Assets/Documents/Services/Forensic/Carbon_credit_fraud.pdf. Aufgerufen am 03.01.2014.
- Die Deutsche Kreditwirtschaft (2011): Die Deutsche Kreditwirtschaft, Stellungnahmen vom 30.11.2011. <http://www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de/uploads/media/2011-11-30-DK-Stn-MiFIDII.pdf>. Aufgerufen am 12.12.2013.
- EFET (2011): European Federation of Energy Traders, Stellungnahme vom 30.11.2011. <http://efetdeutschland.2r.nl/GetFile.aspx?File=6411>. Aufgerufen am 12.12.2013.
- Europäische Kommission (Oktober 2013): Request to ESMA for technical advice on possible delegated acts concerning the regulation on insider dealing and market manipulation (market abuse), ((EC)No XX/2013). http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/131023_esma-mandate_en.pdf. Aufgerufen am 21.12.2013.
- EZB (2012): Europäische Zentralbank. Stellungnahme vom 22. 03.2012. http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_16120120607de00030022.pdf. Aufgerufen am 12.12.2013.
- KfW/ZEW CO₂ Barometer (2013): The EU Emissions Trading Scheme: Firm Behaviour during the Crisis. <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/co2panel/CO2Barometer2013.pdf>. Aufgerufen am 20.05.2014.
- IETA (2012): International Emissions Trading Association, Stellungnahme vom 02.02.2012. http://www.ieta.org/assets/PositionPapers/econ%20mifid%20survey_ieta%20answer%2013-1-2012%20_2_.pdf. Aufgerufen am 12.12.2013.
- Tietje, Christian (2009): Internationales Wirtschaftsrecht. De Gruyter Rechtswissenschaften Verlags-GmbH, Berlin.
- Varian, Hal Ronald (1999): Grundzüge der Mikroökonomik, 4. Auflage. Internationale Standardlehrbücher der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Oldenbourg Verlag, München, Wien.
- Walters, Reece / Westerhuis, Diane / Wyatt, Tanya (2013): Crime and the Commodification of Carbon, in: Emergin Issues in Green Criminology: Exploring Power, Justice and Harm. Palgrave Macmillan, United Kingdom.
- South, Nigel / Brisman, Avi (2013): Critical green criminology, environmental rights and crimes of exploitation. In: Simon Winlow and Rowland Atkinson (eds). New Directions in Crime and Deviancy. Pp. 99-110. London: Routledge.
- Thomson Reuters Point Carbon (2014): Carbon Market Analyst – Carbon Market Outlook 2014-2016.
- Trayport (2013): Trayport Euro Commodities Market Dynamics Report, Trayport Analysis Team.
- UBA (2014): Analysis and Assessment of Market Structure, Trading Activities and Further Developments in the EU ETS, <http://www.dehst.de/SharedDocs/Kurzmeldungen/DE/UFOPlan-Handelsaktivitaeten.html>

