

From: Thomas Kajdi <tkajdi@googlemail.com>
Sent: Thursday, September 16, 2010 11:16 AM
To: Gensler, Gary <GGensler@CFTC.gov>
Cc: Dunn, Michael <MDunn@CFTC.gov>; Chilton, Bart <BChilton@CFTC.gov>;
Sommers, Jill <JSommers@CFTC.gov>; O'Malia, Scott
<SO'Malia@CFTC.gov>; PosLimits <PosLimits@CFTC.gov>
Subject: Positionsobergrenzen im Derivatehandel

US Commodity Futures Trading Commission
Three Lafayette Centre
1155 21st St, NW
Washington, DC 20581

Sehr geehrter Chairman Gensler, sehr geehrte zuständige Kommissare,

Das neue Gesetz zur Reform der Finanzmarkregulierung macht es erforderlich, dass die Kommission feste Positionsobergrenzen im Derivatehandel für alle begrenzt verfügbaren Rohstoffe durchsetzt - Energieträger, Metalle und landwirtschaftliche Produkte. Die Kommission ersucht um Beiträge, Vorschläge und Meinungen, die ihr als Leitlinien bei der Festlegung adäquater Obergrenzen für Spekulativepositionen bei diesen Rohstoffen dienen können. Wichtig hierbei ist, dass die bei der Festlegung solcher Grenzen zur Anwendung kommende Formel einheitlich, ökonomisch fundiert, fair und für alle Marktteilnehmer durchweg verständlich ist. Dieselben Prinzipien müssen bei der Gewährung von Ausnahmeregelungen im Fall nachprüfbar seriöser Hedging-Absichten zum Tragen kommen.

Aus wirtschaftlicher Sicht ist der Handel mit Rohstoff-Futures und -derivaten legitimiert, um den Produzenten und Verbrauchern jener Rohstoffe, die Möglichkeit zu bieten, bestehende Preisrisiken auszugleichen. Die sogenannte "Hedger" transferieren das unerwünschte Preisrisiko auf Spekulanten, die sich dazu bereit erklären. Ziel der Positionsobergrenzen ist es, Marktkonzentration und -manipulation zu verhindern, ohne dass dies zu einer übermäßigen Einschränkung der Liquidität führt, für die die Spekulanten an unseren Derivatemarkten sorgen. Die Festsetzung adäquater Positionsobergrenzen ist der Schlüssel, um ökonomische Legitimität und Manipulationsschutz sicherzustellen, ohne gleichzeitig die Liquidität unnötig zu verengen.

Jeder begrenzt verfügbare Rohstoff wird physisch produziert und verbraucht. Genau das macht ihn "begrenzt". Somit sollte jede Berechnungsgrundlage zur Bestimmung adäquater Positionsobergrenzen auf Weltproduktion und Weltverbrauch basieren. Die einfachste Berechnungsgrundlage würde sich an einem gemeinhin und gleichermaßen geltenden prozentualen Anteil an der weltweiten Produktionsmenge begrenzt verfügbarer Rohstoffe orientieren. Es sollen Positionsobergrenzen eingeführt werden, die von einem festen Prozentsatz anteilig an der Weltproduktion ausgehen und bei keinem Rohstoff überschritten werden dürfen. Die Kommission kann zukünftig Gleichheit und Fairness sicherstellen, indem sie darauf besteht, dass ein und derselbe Prozentsatz gleichermaßen bei allen begrenzt vorkommenden Rohstoffen zum Tragen kommt.

Die Ein-Prozent-Lösung

Ich schlage der Kommission vor, sie möchte eine feste Positionsobergrenze festlegen, bei der die entsprechende Kontraktanzahl für jeden begrenzt verfügbaren Rohstoff nicht mehr als 1% der jährlichen Weltproduktion übersteigen darf. Diese 1%-Grenze für Spekulationspositionen würde für alle verwandten Derivate übergeordnet gelten (an allen Märkten) und sich auf die Gesamtheit aller Kontraktmonate beziehen. Jede einzelne spekulative Trading-Körperschaft könnte also mit ihrer gesamten Derivatposition für jeden dieser Rohstoffe - long oder short - nicht mehr als insgesamt 1% der entsprechenden Jahresweltproduktion kontrollieren. Ein solches Limit wäre hoch genug, um mehr als nur einer kleinen, sehr begrenzten Anzahl von Tradern am Markt Platz zu bieten. Wichtig hierbei ist auch, dass ein solches Grenzniveau - bei einheitlicher Durchsetzung - Konzentration und Manipulation unmöglich machen würde. Und das ist der oberste Auftrag der Kommission.

Die Vernünftigkeit der Ein-Prozent-Lösung zeigt sich vor allem daran, dass sie bei den meisten begrenzt verfügbaren Rohstoffen größtenteils schon jetzt zur Anwendung kommt. So sollte es auch sein. Es gibt aktuell nur sehr wenige Rohstoffe, bei denen die Obergrenzen für Spekulationspositionen höher als ein Prozent der Weltproduktion liegen. Daher bedarf es auch keiner radikalen Gesamtrevision der Positionsobergrenzen. Damit sollten schließlich auch alle Bedenken zerstreut sein, welche hinsichtlich störender Markteinflüsse, Liquiditätsverluste oder einer Trading-Abwanderung an ausländische Börsen geäußert wurden. Um ehrlich zu sein, befinden sich die Positionsobergrenzen der meisten Rohstoffe schon dort, wo sie sich befinden sollten. Denn entweder existieren schon jetzt bei den meisten Rohstoffen Obergrenzen von weniger als ein Prozent der Jahresproduktion, oder sie wurden schon öffentlich vorgeschlagen.

Beim größten und wichtigsten begrenzt verfügbaren Rohstoff, Rohöl, besteht zum Beispiel aktuell eine de facto Positionsobergrenze von ungefähr einem Zehntelprozent der Weltjahresproduktion. Bei einer weltweiten Rohölproduktion von 30 Milliarden Barrel jährlich würde eine Positionsobergrenze von 1% dafür sorgen, dass ein Trader über 300 Millionen Barrel verfügen dürfte oder aber über 300.000 Standardkontrakte zu je 1.000 Barrel. Natürlich ist das viel zu viel, und die Börsen haben daher Rechenschaftsgrenzen (accountability limits) eingeführt, die stattdessen in der Nähe von 0,10% angesiedelt sind - also bei 30.000 Kontrakten oder weniger. Die vor Kurzem von der Kommission vorgeschlagenen Obergrenzen für Energiepositionen (zurückgezogen aufgrund der neuen Gesetzeslage) richteten sich offenbar auch nach dem für Rohöl geltenden Grenzwert von 0,10%.

Bei Rohstoffen wie bei Getreide und Ölsaaten, für die die Kommission staatlich geforderte Höchstgrenzen durchsetzte, liegen diese Positionsobergrenzen weit unter einem Prozent der Weltproduktion. Mais hat zum Beispiel eine Obergrenze von 0,35% der Weltproduktion, beim Weizen sind es 0,15%, bei Baumwolle 0,5 % und bei Soja 0,62% der Weltjahresproduktion. Nun ist es nicht meine Absicht, diese Höchstgrenzen auf ein ganzes Prozent anzuheben; ich demonstriere hier schlicht und einfach, dass es die Kommission schon seit Langem für angebracht hält, feste Positionsobergrenzen von weniger als einem Prozent für eine breite Auswahl an Rohstoffen durchzusetzen.

Da die meisten Rohstoffe schon jetzt weit unter diesem Grenzwert von einem Prozent der Weltproduktion liegen, muss man jetzt nur noch jene Rohstoffe dorthin bringen, die immer noch Positions- oder Rechenschaftsgrenzen von über einem Prozent haben. Es gibt nur vier begrenzt verfügbare Rohstoffe, bei denen derzeit noch Positionsobergrenzen oder Rechenschaftsgrenzen von über einem Prozent der Weltproduktion bestehen. Drei von ihnen werden an der Intercontinental Exchange (ICE) gehandelt und einer an der COMEX, die sich im Eigentum der CME Group befindet.

Zu den drei ICE-Rohstoffen zählen derzeit Kakao, Kaffee und gefrorener Orangensaft. Kakao hat aktuell eine Rechenschaftsgrenze von 6.000 Kontrakten, oder 2% der aktuellen Weltjahresproduktion; Kaffee 5.000 Kontrakte, oder 1,5% der Weltproduktion und gefrorenes Orangensaftkonzentrat liegt mit einer Obergrenze von 3.200 Kontrakten bei 1,25% der Weltproduktion. Es wird nicht allzu schwer fallen, die entsprechenden Positionsobergrenzen auf das 1%-Niveau zu senken.

Problematischer ist allerdings die aktuelle Höhe der Rechenschaftsgrenze beim COMEX-Silber. Die aktuelle Grenze liegt bei 6.000 Kontrakten oder 30 Millionen Unzen. Das sind 4,3% der rund 700 Millionen Unzen, die pro Jahr weltweit im Bergbau gefördert werden - sie liegt damit meilenweit über den Grenzen, die für jeden anderen begrenzt verfügbaren Rohstoff gelten. Auf Grundlage der 1%-Formel dürfte die Positionsobergrenze beim Silber nicht höher als 7 Millionen Unzen liegen oder äquivalent bei 1.400 Kontrakten (jeder Silberkontrakt entspricht 5.000 Feinunzen).

Es ist verwirrend, warum die CME Group die Positionsobergrenzen beim Silber nicht den anderen großen Metall-Kontrakten, die an der COMEX gehandelt werden, angleicht. Beim Kupfer liegt die aktuelle Rechenschaftsgrenze entsprechend bei 0,4% des weltweit produzierten Kupfers. Warum sollte die Grenze beim Silber zehnmal höher liegen als beim Kupfer. Der COMEX-Kontrakt für Gold hat eine Rechenschaftsgrenze von 6.000 Kontrakten oder (bei einem Kontraktumfang von je 100 Feinunzen) 600.000 Unzen. Das entspricht 0,75% der Weltproduktion, die bei 80 Millionen Unzen liegt. Warum ist die Rechenschaftsgrenze hinsichtlich der Weltjahresproduktion nun beim Silber fünfmal so hoch wie beim Gold?

Auch auf Folgendes hatte ich die Kommission schon in der Vergangenheit hingewiesen: Vergleicht man beide Metalle hinsichtlich des Volumens, des Open Interests und der Lagerbestände an den Börsen, so stellt sich heraus, dass auch bei einer solchen Betrachtung die Rechenschaftsgrenze vier- bis fünfmal so hoch liegt, wie sie eigentlich liegen sollte. Unter jedem dieser Aspekte fällt die Rechenschaftsgrenze beim Silber weit aus dem Rahmen.

Die Kommission erhielt vor Kurzem fast 300 öffentliche Kommentare zum Thema Positionsobergrenzen im Metallsektor - in 90% der Kommentare wurde die Kommission gebeten, beim COMEX-Silber eine Positionsobergrenze von 1.500 Kontrakten durchzusetzen. Diejenigen, die der Kommission geschrieben hatten, können sich in ihrer kollektiven Meinung bestätigt sehen, wenn jetzt eine faire und einheitliche Begrenzung in Höhe von einem Prozent gefordert wird. Es lässt sich dokumentieren, dass ich bei der Kommission und der Börse seit mehr als 20 Jahren offen auf die Einführung einer Positionsobergrenze von 1.500 Kontrakten beim COMEX-Silber dränge. Aber noch nie, zu keiner Zeit, gab es irgendeine logische Argumentation gegen die Einführung dieser Grenze. Ist es nicht langsam an der Zeit, dass diese Obergrenzen - angesichts des Auftrags, den Sie vom Kongress und dem Präsidenten erhalten haben - umzusetzen?

Was das Thema der nachprüfbar seriösen Ausnahmeregelung für Absicherungsgeschäfte angeht, so sollte die Gewährung von Ausnahmeregelung so fair und einheitlich von Statten gehen, wie die Festlegung der normalen Grenzsätze. Jeder rechtmäßige und berechtigte Produzent und Verbraucher eines begrenzt verfügbaren Rohstoffs sollte die Möglichkeit bekommen, sein Risiko maximal in Höhe der eigenen Jahresproduktion bzw. des eigenen Jahresverbrauchs abzusichern. Wenn ein Bauer mehr als

1% der Weltproduktion anbaut (gleiches würde für die Fördermengen eines Bergbauunternehmens gelten), so kann er sich maximal in Höhe der wirklich produzierten Menge absichern.

Sollte sich eine Körperschaft im Eigentum physischer Rohstoffe befinden, dann wäre es dieser Körperschaft bei bestehendem Preisrisiko erlaubt, die wirklich existierenden Bestände abzusichern, selbst wenn diese 1% der Weltjahresproduktion übersteigen. Die Aufsichtsbehörden müssen jedoch besonders darauf achten, dass eine solche Körperschaft nicht bloße Marktwetten abschließt. Widerstanden werden muss jedem Gedanken daran, dass sich in der Kategorie der legitimen Produzenten und Verbraucher auch finanzielle Mittler, so zum Beispiel große Banken, befinden dürfen. Unsere Terminmärkte wurden nicht geschaffen, damit sie durch große Finanzinstitutionen manipuliert werden können. Mit dem Dodd-Frank-Gesetz zur Finanzmarktreform sollte in erster Linie verhindert werden, dass die Großbanken weiterhin in unsere Märkte eingreifen.

Die Kommission hat die einmalige Gelegenheit, endlich faire, einfache und ökonomisch fundierte Positionsobergrenzen für alle begrenzt verfügbaren Rohstoffe durchzusetzen. Eine Berechnung auf der Grundlage von maximal Prozent der Weltproduktion, oder weniger, würde genau das erreichen.

Ted Butler
Butler Research LLC
14. September 2010