



EU-Derivateregulierung

Eine Erfolgsgeschichte, die weiterer Anstrengungen bedarf

Zentrale Gegenparteien (auch zentrale Kontrahenten oder Clearinghäuser genannt; englisch: „central counterparties“, CCPs) sind die **Risikomanager des Finanzmarktes**. Sie stellen sich als neutrale Instanz zwischen Käufer und Verkäufer von Wertpapieren und Derivaten, bewerten das jeweilige Risiko und fordern entsprechende Sicherheiten ein. Fällt ein Handelspartner aus, ergreifen CCPs Maßnahmen, um entstandene Verluste auszugleichen. Dafür werden zuerst die Sicherheiten des betroffenen Marktteilnehmers eingesetzt. In extremen Situationen stehen zusätzlich die eigenen Mittel der CCP und die Sicherheiten der nicht ausgefallenen Clearingteilnehmer zur Verfügung. So reduzieren CCPs das Gegenpartierisiko für alle Teilnehmer und verhindern Kettenreaktionen, die den Markt als Ganzes destabilisieren würden. Durch ihre zentrale Stellung im System sorgen CCPs dafür, dass der Markt auch bei extremen Turbulenzen nicht das Gleichgewicht verliert. In der Praxis hat sich die Idee vom zentralen Clearing bereits als äußerst robust erwiesen: Selbst durch den Ausfall des gewichtigen Teilnehmers Lehmann Brothers gab es zu Beginn der Finanzkrise 2008 für andere Mitglieder der deutschen CCP – der Eurex Clearing AG – keine Verluste.

Auch Regulatoren haben die stabilisierende Wirkung von CCPs erkannt.¹ Die EU hat mit der Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregistern (European Market Infrastructure Regulation, EMIR) ein effektives Regelwerk eingeführt, um Derivatemärkte sicherer

zu machen. Beim Ausfall eines Handelspartners greift der Schutzmechanismus der CCP. Der Anreiz für die Marktteilnehmer, diese strengen Sicherheitenanforderungen zu unterstützen, liegt darin, dass sie sich dadurch selbst gegen Risiken absichern können.

Im Nachgang der Finanzkrise war es eines der wichtigsten Ziele der Staats- und Regierungschefs der Gruppe der Zwanzig (G20), möglichst viele Derivate zentral zu clearen (also zu verrechnen und risikoadäquat abzusichern). Wo dies nicht möglich ist, sollten die Geschäfte zumindest gemeldet und besichert werden. In der EU gilt die Clearingpflicht bisher nur für Zins- und Kreditderivate. Der Handel mit Zinsderivaten stellt 69 Prozent des gesamten Derivatemarktes dar. Das Financial Stability Board (FSB) hat kürzlich Daten veröffentlicht, die zeigen, dass der Anteil der zentral geclearten Zinsderivaten von 40 Prozent in Zeiten der Finanzmarktkrise auf ca. 80 Prozent gesteigert werden konnte.² **Für die 2009 in Pittsburgh verabschiedeten G20-Beschlüsse sowie für die gesamte Finanzstabilität stellen diese Zahlen einen großen Fortschritt dar.**

¹ Deutsche Börse AG und Eurex Clearing AG (Hrsg.) (2014). How central counterparties strengthen safety and integrity of financial markets. White paper, July 2014.

² FSB u.a. (Hrsg.) (2018). Incentives to centrally clear over-the-counter (OTC) derivatives. Final Report, November 2018.

Die Zahlen machen aber auch deutlich, dass die Arbeit noch nicht abgeschlossen ist: Die Quote zentral abgewickelter Produkte könnte noch weiter gesteigert und die Clearingpflicht auf weitere Produktkategorien ausgeweitet werden. Die **Vorteile für jeden einzelnen Marktteilnehmer und für die Finanzstabilität insgesamt nehmen zu, je mehr Transaktionen über CCPs abgewickelt werden**. Die zuletzt durchgeführte FSB-Konsultation³ sowie EMIR REFIT, der im Kontext des Programms zur Gewährleistung der Effizienz und Leistungsfähigkeit der Rechtsetzung (Regulatory Fitness and Performance Programme, kurz REFIT) aufgesetzte Überarbeitungsvorschlag für EMIR, zielen beide mit ihren thematischen Schwerpunkten darauf ab, langfristig die Anreize zur Nutzung von CCPs zu verbessern, Ineffizienzen zu vermeiden und den Zugang zum zentralen Clearing auch für kleinere Marktteilnehmer zu ermöglichen.

Im Mittelpunkt der FSB-Konsultation steht das Anreizsystem für die Nutzung von CCPs. Die Balance der Sicherheitsanforderungen für bilaterales Clearing einerseits und zentrales Clearing andererseits ist hierbei ein wesentliches Element. Ebenso spielt die Ausgestaltung der Kapitalanforderungen und von Modellen für den Zugang zum zentralen Clearing eine wichtige Rolle. Die große Resonanz auf die Konsultation bestätigt die Arbeit des FSB und die Notwendigkeit, dieses Thema weiter voranzutreiben.

Mit dem Überarbeitungsvorschlag EMIR REFIT werden auf EU-Ebene technische Anpassungen veranlasst, die den Markt effizienter und den regulatorischen Aufwand reduzieren sollen. Hier gilt es, **keine vorschnellen Ausnahmen von der Clearingpflicht festzulegen, sondern Lösungen zu entwickeln, die betroffenen Marktteilnehmern den Zugang zum zentralen Clearing erleichtern**. Das würde auch den Gesamtnutzen für alle steigern.

Insbesondere kleinere Teilnehmer haben bisher Schwierigkeiten, einen geeigneten Zugang zum zentralen Clearing zu erhalten. Prinzipiell verschaffen sich Marktteilnehmer, die nicht direkt an eine CCP angeschlossen sind, diesen Zugang über einen sog. Clearing Broker. Das Angebot der Clearing Broker ist jedoch knapp und es ist eine zunehmende Konzentration auf wenige Anbieter zu beobachten. Abgesehen davon sollte **kein Marktteilnehmer von den Vorteilen des zentralen Clearings ausgeschlossen sein**. Es sollten daher jetzt **Anreize zur Ausweitung des Clearing Broker-Angebots geschaffen werden**. Als marktgetriebene Lösung bietet die Eurex Clearing AG schon heute ein alternatives Zugangsmodell an, das Marktteilnehmern einen direkten Zugang ermöglicht, um den Anspannungen der derzeitigen Situation entgegenzuwirken.

Ergänzend zu einer CCP-Pflicht könnten Anreize gesetzt werden, die die Vorteile des zentralen Clearings hervorheben. Dies gilt z. B. für die Anforderungen an die Berechnung der zu hinterlegenden Sicherheiten: Die Höhe der Sicherheiten bilateral geclearter Geschäfte im Vergleich zu denen zentral geclearter Geschäfte sollte das höhere Risiko widerspiegeln, das bilateralen Geschäften innewohnt. **Die konsequente Umsetzung dieses Prinzips könnte Marktteilnehmer gleichsam automatisch dazu bewegen, die sichere Variante des zentralen Clearings zu wählen**. Diese Vorgehensweise sollte analog auch für Kapitalanforderungen angewandt werden.

Nach vorne blickend gilt es also **die richtige Balance zwischen der Komplexität der Regulierung und der Unterstützung insbesondere kleinerer Marktteilnehmer** zu finden, um die Vorteile des zentralen Clearings besser nutzbar zu machen. Dabei dürfen die Implikationen auf die Anreizstruktur nicht aus den Augen verloren werden, um die Funktionsfähigkeit des Systems im Sinne der Finanzmarktstabilität zu sichern.

³ FSB u.a. (Hrsg.) (2018). Incentives to centrally clear over-the-counter (OTC) derivatives. Konsultation, August 2018.

Nicht zu vergessen ist schließlich das Zusammenspiel von EMIR REFIT mit anderen Regulierungen und geopolitischen Entscheidungen. So hat die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II) die Marktstruktur bereits verändert und wird diese auch weiterhin beeinflussen. Die Richtlinie sorgt u. a. für mehr Transparenz im Derivatehandel und wird mit der **Handelsplatzpflicht für liquide Derivate weitere positive Impulse** setzen. Des Weiteren stellt auch die Verordnung zur Sanierung und Abwicklung zentraler Gegenparteien (Recovery and Resolution Regulation for CCPs) einen wichtigen Baustein dar; sie verfolgt das Ziel, die EU-Derivatemärkte noch krisensicherer zu machen. Der bevorstehende Brexit und der mit diesem einhergehende Verlust des EU-Passes für Marktteilnehmer des Vereinigten Königreichs stellt die EU vor große Herausforderungen, da London derzeit den wichtigsten Finanzplatz der EU darstellt. **Die Überarbeitung des CCP-Drittstaatenregimes ist nur ein kleiner Beitrag, um diese Herausforderung zu bewältigen.**

Herausgeber

Deutsche Börse AG
60485 Frankfurt am Main
www.deutsche-boerse.com

November 2018

Kontakt

Group Regulatory Strategy
E-Mail regulatory.strategy@deutsche-boerse.com

Dr. Torsten Schaper
Head of Regulatory Strategy
Deutsche Börse AG
E-Mail torsten.schaper@deutsche-boerse.com

Steffen Kabitzke
Regulatory Strategy
Deutsche Börse AG
E-Mail steffen.kabitzke@deutsche-boerse.com

Dieser Artikel erschien erstmals am 27. November 2018 im Rules and Regulations-Newsletter der Börsen-Zeitung.