



Der Weg zu einer einheitlichen europäischen Regulierung der OTC-Derivatemärkte durch EMIR

Matthias Dippold

Aufgrund der neuen Verordnung European Market Infrastructure Regulation (EMIR) sehen sich Marktteilnehmer mit einer umfassenden Regulierung der OTC-Derivatemärkte konfrontiert. Ziele sind eine größere Transparenz für die Finanzmärkte sowie mehr Sicherheit durch die Verringerung der Kontrahentenrisiken und betrieblichen Risiken. Erreicht werden soll dies hauptsächlich durch die Verpflichtung, sämtliche standardisierte OTC-Derivatekontrakte über zentrale Gegenparteien zu clearen. Außerdem sollen OTC-Derivatetransaktionen an zentrale Datensammelstellen, so genannte Transaktionsregister gemeldet werden. Eine neue europäische Aufsichtsstruktur sorgt für zusätzliche Kontrollen.

Der Weg zu EMIR

Aus Anlass der Finanzkrise ab 2007 hat der G20-Gipfel in Pittsburgh im September 2009 den Grundstein für eine weltweite Regulierung der Finanzmärkte gelegt.

Daraufhin erließen die USA eine umfassende Regulierung der Finanzmärkte, die vollständig in dem Dodd-Frank-Act aufgeht. In Europa werden die Ziele des G20-Gipfels in einzelnen Gesetzesinitiativen wie dem Review von MiFID und EMIR umgesetzt.

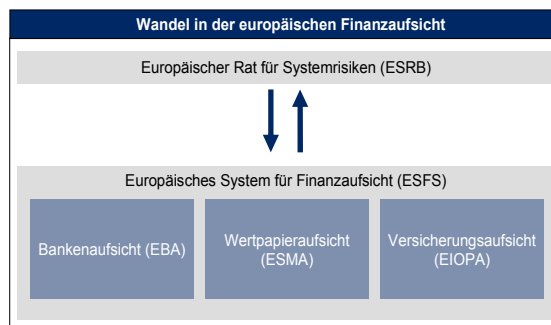
Am 15.09.2010 hat die Europäische Kommission einen Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zu OTC-Derivaten, zentralen Gegenparteien und Transaktionsregistern vorgelegt. Diese Verordnung beinhaltet zentrale Ansätze zur Regulierung der OTC-Derivatemärkte, um mehr Transparenz und Sicherheit zu erreichen.

Eine Verabschiedung des entsprechenden Gesetzes wird jederzeit erwartet (geplant war September 2011). Bis spätestens 30.06.2012 legt die Wertpapieraufsicht ESMA Entwürfe zu technischen Regulierungsstandards vor. Ab Ende 2012 wird die Verordnung voraussichtlich gültig.

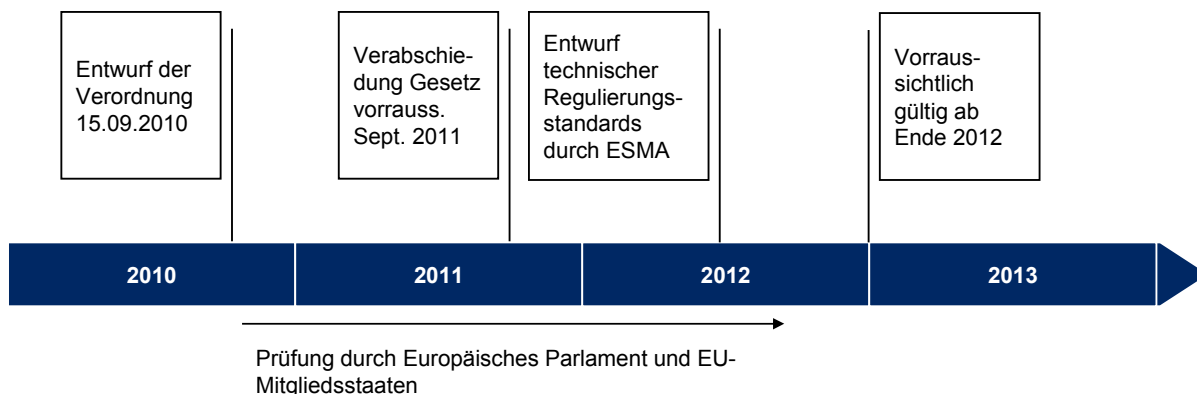
Zusätzliche Richtlinien wie MiFID II oder der Review der Market Abuse Directive ergänzen die Verordnung.

Neue Aufsichtsstruktur in Europa

Eine neue Finanzaufsichtsstruktur in Europa sorgt darüber hinaus für eine zielgerichtete Aufsicht und Kontrolle. Das Europäische System für Finanzaufsicht (ESFS) besteht aus den drei Säulen Bankenaufsicht (EBA), Wertpapieraufsicht (ESMA) und Versicherungsaufsicht (EIOPA). Diese drei Behörden halten Rücksprache mit dem Europäischen Rat für Systemrisiken (ESRB). Die für EMIR zuständige Behörde ist ESMA, die eng mit den nationalen Behörden der Mitgliedstaaten zusammenarbeiten wird.¹



ESMA hat vielfältige Aufgaben wie Aufsicht, Entwurf von Gesetzesvorlagen und aktive Überwachung des Marktes. Im Rahmen von EMIR legt ESMA u. a. fest, welche Derivate als clearingpflichtig gelten, und entscheidet auch, welche Clearing Häuser zugelassen werden.



¹ Rede von Michel Barnier in Paris, 11.07.2011

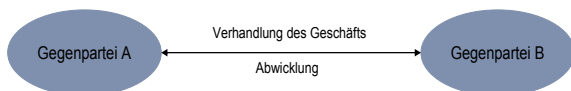
Ziel und Inhalt von EMIR

Die Umsetzung von EMIR soll Systemrisiken verringern sowie die Sicherheit und Effizienz des OTC-Derivatemarkts erhöhen. Dies soll durch drei Ziele erreicht werden:

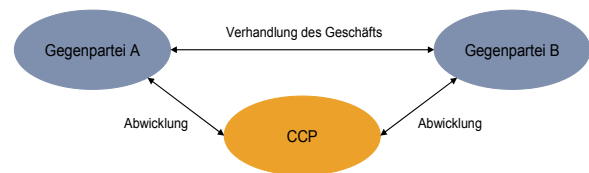
1. Erhöhung der Transparenz
2. Reduzierung des Gegenparteirisikos
3. Reduzierung des operationellen Risikos in OTC-Derivaten²

Zu 1.: Bisher besteht bei OTC-Derivaten keine Meldepflicht, da OTC-Derivate von Natur aus intransparent sind. Größere Transparenz soll vor allem durch den Einsatz von zentralen Datensammelstellen erreicht werden. Die Gegenparteien melden die Einzelheiten aller eingegangenen OTC-Derivatekontrakte und jegliche Änderung oder Beendigung einem so genannten Transaktionsregister.³ Dieses Transaktionsregister wird im Vorfeld von ESMA registriert und im Weiteren beaufsichtigt. Die Daten sollen den zuständigen Behörden jederzeit zugänglich sein, um eine effiziente Kontrolle zu gewährleisten. Es gibt bereits Transaktionsregister, z. B. REGIS-TR⁴, das von Clearstream Banking und Iberclear gegründet wurde, die den Service anbieten.

Zu 2.: Momentan ist bei OTC-Derivate-Transaktionen das Ausfallrisiko der Gegenpartei nicht ausreichend abgesichert, da die Transaktionen bilateral abgewickelt werden.



Ziel von EMIR ist es, standardisierte OTC-Derivate-Transaktionen über zentrale Gegenparteien abzuwickeln. Die Gegenparteien verhandeln das Geschäft immer noch bilateral, die Abwicklung findet jedoch über eine CCP (Zentrale Gegenpartei) statt. Welche OTC-Derivate der Clearing-Pflicht unterliegen, wird nach festgelegten Kriterien und einem Konzept zur Bestimmung durch ESMA festgelegt und ist momentan noch nicht bekannt.



Der Vorteil bei dieser Transaktion ist, dass beim Ausfall einer Gegenpartei die andere Gegenpartei die Transaktion weiterhin abwickeln kann, da die CCP das Risiko übernommen hat. Die CCP sichert dieses Risiko des Ausfalls der Gegenpartei mit mehreren Stufen in einem so genannten Wasserfallmodell ab.



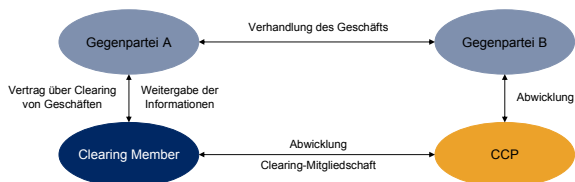
Quelle: Eurex Clearing AG

² Zusammenfassung der Folgenabschätzung, Europäische Kommission, 15.05.2010

³ EMIR, Artikel 6, Abs. 1

⁴ www.regis-tr.com

Darüber hinaus ist es auch möglich, dass eine Gegenpartei über keine direkte Anbindung an eine CCP verfügt und das Clearing über ein Clearing-Mitglied abwickeln muss, das direkten Zugang zu einer CCP hat.



CCPs unterliegen so einem erhöhten Risiko, da das Risiko mehrerer Gegenparteien an einer Stelle gebündelt wird. EMIR stellt eine umfangreiche Anzahl zusätzlicher organisatorischer und aufsichtsrechtlicher Anforderungen an CCPs, um das Risiko zu managen und Sicherheit bei Ausfall einer Gegenpartei zu gewährleisten.

Neben dem verpflichtenden Clearing über zentrale Gegenparteien gibt es weiterhin nicht-standardisierte OTC-Derivate-Transaktionen, die nicht über eine CCP abgewickelt werden. Auch dafür sieht EMIR eine Kontrolle des Gegenpartei-Ausfallrisikos durch angemessene Risikomanagement-Techniken vor. Die Gegenpartei muss angemessene Verfahren und Vorkehrungen gewährleisten, um das Kreditrisiko zu ermitteln, zu beobachten und zu mindern.⁵ Dies soll nach Möglichkeit durch elektronische Mittel erfolgen.

Zu 3.: Außer dem Risiko des Ausfalls einer Gegenpartei besteht das operationelle Risiko der OTC-Kontrakte an sich. OTC-Kontrakte bieten eine hohe Flexibilität in der Ausgestaltung, was zu einer hohen Individualität und Komplexität führt. Die große Anzahl manueller Arbeitsschritte in der Abwicklung, gerade bei

nicht-standardisierten OTC-Derivatekontrakten, kann zu hoher Fehlerhäufigkeit, speziell durch menschliches Versagen, führen. Ziel ist es, durch stärkere Standardisierung der Produkte und der bilateralen Clearing-Praxis sowie durch effiziente Risikomanagement-Techniken das operationelle Risiko zu senken.⁶

Auswirkungen für finanzielle Gegenparteien

Eine finanzielle Gegenpartei (Investmentgesellschaft, Kreditinstitut, Versicherung, KaG, Pensionsfonds, AIFM) hat durch die Verordnung mit zusätzlichen Investitionen zu rechnen.

Nötig wird eine Anbindung an ein Clearing-Haus, direkt oder indirekt, um bisher OTC-gelclearte Transaktionen abwickeln zu können. Dafür sind nicht nur hohe Investitionen in IT und eventuell Personal, sondern auch finanzielle Anforderungen wie Zahlungen von Margins oder Beträgen an den Clearing-Fonds nötig. Generell erhöht das Clearing der OTC-Trades die Kosten, die bei dem Abschluss der Geschäfte berücksichtigt werden müssen. Dazu ist zu überlegen, wie viele Clearing-Häuser angebunden werden müssen, um das bisherige Produktportfolio abzuwickeln. Eventuell gibt es auch Einschnitte in die Geschäftsstrategie, wenn sich geringes Geschäft nicht mehr lohnt, da dafür extra eine Clearing-Anbindung geschaffen werden muss.

Eine finanzielle Gegenpartei hat aber auch positive Effekte, wie ein geringeres Gegenparteiisiko oder einer mögliche hohe Standardisierung in den Abwicklungsprozessen.

⁵ EMIR, Artikel 8, Abs. 1

⁶ EMIR, Artikel 8, Abs. 1

Auswirkungen für zentrale Gegenparteien

Zentrale Gegenparteien sind nicht nur durch einen erhöhten Flow begünstigt. Auch bei ihnen sind Kosten und Investitionen abzusehen.

Zum einen erwarten eine CCP erhebliche Investitionen in effiziente Risikomanagement-Techniken, die über das heutige Maß hinausgehen. Dazu sind zahlreiche organisatorische und aufsichtsrechtliche Vorkehrungen zu treffen und in die bestehende Organisation zu integrieren bzw. zu etablieren. Dies erfordert Investitionen in Personal und Prozessen.

Eine CCP steht außerdem von der Entscheidung, zahlreichen bisher OTC-abgewickelten Produkten, ein Clearing zu ermöglichen, um Kunden die größtmögliche Anzahl an clearingfähigen Produkten zu bieten. Investitionen in Systemerweiterungen, Maintenance und Personal sind die Folge, um sich mit der Konkurrenz zu messen.

CCPs sehen sich zusätzlich mit einem verschärften Wettbewerb konfrontiert, da Handelsplätze laut MiFID dazu verpflichtet werden sollen, dem Kunden eine Auswahl an CCPs zur Verfügung zu stellen und so genannte vertikale Silo-Modelle aufzulösen. Ein extremer Preiskampf ist abzusehen, wie zum Beispiel bei der Eurex Clearing AG, die bisher in dem vertikalen Silo-Modell mit der Deutschen Börse als Einzige dem Kunden das Clearing ermöglicht.

Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

Durch ein zwingendes Clearing von standardisierten OTC-Transaktionen wird das Risiko eines Ausfalls einer Gegenpartei nur auf wenige CCPs in Europa verteilt, aktuell 20.⁷ EMIR

äußert sich bisher nicht zu dem Fall, wenn ein „Super-Clearer“ zahlungsunfähig wird oder wenn mehrere der Clearing Member zur gleichen Zeit ausfallen. So genannte Living Wills für Clearing-Häuser sind momentan bei den Teilnehmern in der Diskussion, um solchen Situationen vorzubeugen.⁸

Auch die Struktur einer zentralen Gegenpartei wird sich höchstwahrscheinlich ändern. Es reicht auf jeden Fall nicht mehr aus, sich auf OTC-Gruppen zu spezialisieren. Der „Gemischtwarenladen“, der ein umfangreiches Angebot an clearingfähigen Instrumenten vorweist, ist für den Kunden eher interessant, da dieser so nur eine Clearing-Anbindung benötigt, um sein komplettes oder einen großen Teil des Geschäfts abzuwickeln. Somit entstehen weniger Kosten für den Teilnehmer, der sich sowie so mit erhöhten Gesamtkosten einer relevanten OTC-Transaktion befassen muss.

Zusammenfassung

Auf die Teilnehmer der OTC-Derivatemärkte kommt in den nächsten Jahren eine umfangreiche Regulierung zu. Eine neue europäische Finanzaufsicht und eine straffe Regulierung der OTC-Derivatemärkte führt neue Prozesse ein und stellt Anforderungen an die Teilnehmer. Es ist zukünftig notwendig, Meldungen über OTC-Derivate-Transaktionen an Transaktionsregister zu melden um diesen Markt transparenter zu machen. Außerdem sollen standardisierte OTC-Derivate-Transaktionen über eine Zentrale Gegenpartei abgewickelt werden, um so das Gegenparteiisiko zu minimieren oder sogar zu eliminieren. Dies erfordert erheblichen Anpassungsbedarf bei den Teilnehmern: sowohl den finanziellen als auch den zentralen Gegenparteien. Die Marktteilnehmer erwarten nicht nur IT-Kosten für den Anpassungsbedarf an den

⁷ <http://mifidatabase.esma.europa.eu>

⁸ SIBOS, Toronto, Sept. 2011

Systemen, sondern auch Kosten zur Einhaltung der organisatorischen und aufsichtsrechtlichen Anforderungen. Durch die Erhöhung der Gesamtkosten einer OTC-Derivate-Transaktion (zusätzliche Clearing-Kosten) werden das Geschäftsmodell und die Rentabilität der Teilnehmer auf die Probe gestellt.

Es bleibt abzuwarten, wie die endgültige Fassung der Verordnung im Detail aussieht, auch in Verbindung mit dem Review von MiFID. Die Teilnehmer bereiten sich auf jeden Fall bereits darauf vor, die gesetzlichen Auflagen zu erfüllen bzw. ihr Dienstleistungsportfolio anzupassen, wie man bei REGIS-TR erkennen kann.

PPI AG Informationstechnologie

Die PPI AG ist seit über 25 Jahren erfolgreich für die Finanzbranche tätig – in den Geschäftsfeldern Consulting, Software Factory und Electronic-Banking-Produkte. Im E-Banking bietet PPI wirtschaftliche Standardprodukte für die sichere Kommunikation zwischen Kunde und Bank. Das Consulting umfasst strategische, bankfachliche und IT-Beratung. In der Software Factory stellt PPI durch professionelle Vorgehensweise eine hohe Qualität und absolute Budgettreue sicher.

Kontaktinformationen

PPI AG Informationstechnologie
Moorfuhrweg 13
D-22301 Hamburg
Tel.: +49 40 227 433-0
Fax: +49 40 227 433-333
E-Mail: info@ppi.de
www.ppi.de