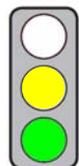


KERNPUNKTE

Ziele der Verordnung: Die Kommission will die Sicherheit bei der Wertpapierabrechnung erhöhen und die Kosten grenzüberschreitender Wertpapiertransaktionen senken.

Betroffene: Zentralverwahrer, Kreditinstitute, zentrale Gegenparteien, Handelsplätze sowie andere Finanzmarktakteure; Europäische Zentralbank, nationale Zentralbanken in der EU.



Pro: (1) Die elektronische Wertpapierverbuchung stärkt Effizienz und Sicherheit des Handels.

(2) Die Pflicht zur Abrechnung börslicher Wertpapiergeschäfte spätestens am zweiten Geschäftstag senkt das Ausfallrisiko und erleichtert den grenzüberschreitenden Wertpapierhandel.

(3) Dass Zentralverwahrer, zentrale Gegenparteien und Handelsplätze einander grundsätzlich diskriminierungsfrei Zugang gewähren müssen, fördert den Wettbewerb im Wertpapierhandel.

Contra: Die Verordnung enthält keine objektiven und transparenten Kriterien dafür, wann ein Zentralverwahrer Bankdienstleistungen erbringen darf.

INHALT

Titel

Vorschlag COM(2012) 73 vom 07.03.2012 für eine **Verordnung** des Europäischen Parlaments und des Rates **zur Verbesserung der Wertpapierabrechnungen** in der Europäischen Union **und über Zentralverwahrer** sowie zur Änderung der Richtlinie 98/26/EG

Kurzdarstellung

► Allgemeines und Ziele

- Ein Zentralverwahrer – auch Wertpapiersammelbank, englisch: Central Securities Depository (CSD) – erbringt folgende „Kerndienstleistungen“:
 - Abrechnung von Wertpapierhandelsgeschäften („settlement“): Der Käufer erhält dabei das gehandelte Wertpapier und leistet eine Zahlung an den Verkäufer. Zu diesem Zweck betreibt der CSD ein „Wertpapierabrechnungssystem“ (Art. 2 Abs. 1 Ziffer 3). Teilnehmer der Abrechnungssysteme sind insbesondere Banken und zentrale Gegenparteien (Art. 2 Abs. 1 Ziffer 10).
 - Führung zentraler Wertpapierkonten: Auf ihnen wird erfasst, wem welche Wertpapiere gehören, und jeder Eigentumswechsel verbucht (Art. 2 Abs. 1 UAbs. 1, Anhang Abschnitt A).
 - Erstmalige Verbuchung von Wertpapieren: Hierbei werden neu emittierte Wertpapiere in ein Buchungssystem („Effektengiro“) des CSD eingetragen („Verwahrung“) (Art. 2 Abs. 1 UAbs. 1, Anhang Abschnitt A). Jeder CSD muss die Abrechnung anbieten. Von den anderen beiden Kerndienstleistungen muss er mindestens eine erbringen; sonst erhält er keine Zulassung.
- In der Regel verfügt jeder Mitgliedstaat über einen nationalen CSD; in Deutschland ist dies Clearstream. Es gibt in der EU zudem mit Clearstream Group und Euroclear Group zwei „internationale“ CSD, die sich auf die Begebung „internationaler Anleihen“ spezialisiert haben (Begründung S. 2).
- Die Kommission bemängelt (Begründung S. 2, 3, 10)
 - höhere Risiken und Kosten grenzüberschreitender Wertpapiergeschäfte im Vergleich zu nationalen,
 - sowohl grenzüberschreitend als auch national den beschränkten Zugang der Marktakteure zueinander, z.B. von Wertpapieremittenten oder Handelsplätzen zu CSD, und
 - einen eingeschränkten Wettbewerb zwischen den verschiedenen nationalen CSD.
- Ziel der Verordnung ist es, die nationalen Wertpapierabrechnungsmärkte zu öffnen, die Sicherheit insbesondere der grenzüberschreitenden Wertpapierabrechnung zu stärken und rechtliche Hürden abzubauen, die die Abrechnung grenzüberschreitender Transaktionen behindern (S. 2, 3 und 4).

► Geltungsbereich

- Die Verordnung gilt für alle CSD (Art. 1 Abs. 2).
- Erbringen die Europäische Zentralbank (EZB), die Zentralbanken der Mitgliedstaaten und öffentliche Staatsschuldenverwaltungen ähnliche Dienstleistungen wie CSD, gilt die Verordnung grundsätzlich auch für sie; davon ausgenommen sind die Bestimmungen zur Zulassung, Aufsicht und Erbringung bankartiger Nebendienstleistungen (Art. 1 Abs. 4).
- Einzelne Vorschriften der Verordnung – etwa die zur Abrechnungsdisziplin und zu Maßnahmen gegen gescheiterte Geschäftsabwicklungen – gelten auch für zentrale Gegenparteien (CCP) und Handelsplätze.

► Grundsätzliche Trennung von CSD-Dienstleistungen und bankartigen Nebendienstleistungen

- Ein CSD darf nicht-bankartige Nebendienstleistungen wie die Verwaltung von Sicherheiten oder die Verifizierung von Wertpapiergeschäften erbringen (Anhang Abschnitt B).
- Ein CSD darf grundsätzlich keine bankartigen Nebendienstleistungen wie die Führung von Geldkonten oder die Wertpapierleihe „selbst“ erbringen (Art. 52 Abs. 1, Anhang Abschnitt C). Diese Dienstleistungen müssen in eine getrennte rechtliche Einheit ausgliedert werden.

- Ausnahmsweise darf ein CSD bankartige Nebendienstleistungen „selbst“ erbringen, wenn (Art. 52 Abs. 2)
 - er alle „erforderlichen Sicherheitsvorkehrungen“ dafür trifft und
 - ihm die EU-Kommission auf Antrag der nationalen Aufsichtsbehörde hierfür eine Genehmigung erteilt.
 Mit der Genehmigung erhält der CSD die Zulassung als Kreditinstitut und muss sämtliche Rechtsvorschriften für Kreditinstitute sowie zusätzliche aufsichtsrechtliche Anforderungen zur Kredit- und Liquiditätsrisikominimierung einhalten (Art. Abs. 2 UAbs. 3, Art. 57 Abs. 2-4).
- ▶ **Zulassung von CSD**
 - Ein CSD bedarf der Zulassung durch eine nationale Aufsichtsbehörde (Art. 9, 10 und 14 Abs. 2 i.V.m. Anhang Abschnitte A und B). Die Zulassung gilt für die gesamte EU („EU-Pass“, Art. 21 Abs. 1).
 - Alle Kerndienstleistungen und nicht-bankartigen Nebendienstleistungen, die ein CSD erbringen darf, müssen in der Zulassung aufgeführt werden (Art. 14 Abs. 2 i.V.m. Anhang Abschnitte A und B). Will ein CSD eine weitere Kerndienstleistung oder nicht-bankartige Nebendienstleistung erbringen, benötigt er dafür eine eigene Zulassung (Art. 17 i.V.m. Art. 15, Art. 28).
- ▶ **Sonstige regulatorische Anforderungen an CSD**
 - CSD müssen für ihre Kerndienstleistungen einen „Notfallwiederherstellungsplan festlegen, umsetzen und befolgen“ (Art. 42 Abs. 3). Dieser muss gewährleisten, dass Transaktionen nach einer Störung wiederhergestellt werden können (Art. 42 Abs. 4). Die Kommission kann hierzu technische Regulierungsstandards erlassen (Art. 42 Abs. 7).
 - Eigenkapital, Gewinnrücklagen und sonstige Rücklagen müssen bei einem CSD in „angemessenem Verhältnis“ zu den Risiken seiner Tätigkeiten stehen und mindestens sechs Monate seine Betriebsausgaben decken (Art. 44 Abs. 1). CSD müssen Pläne zur Aufnahme zusätzlichen Kapitals sowie zur geordneten Abwicklung und Reorganisation ihrer Geschäfte besitzen (Art. 44 Abs. 2).
- ▶ **Erstmalige Verbuchung von Wertpapieren**
 - Ab 2020 müssen alle Wertpapiere bei ihrer erstmaligen Emission auf zentralen Depotkonten („Girosammeldepotkonten“) elektronisch, also nicht mehr in Papierform, verbucht werden (Art. 3 Abs. 1).
 - Diese Verbuchung muss vor dem ersten Handelstag erfolgen (Art. 3 Abs. 2). Sie muss bei börslich gehandelten Wertpapieren durch CSD vorgenommen werden (Art. 3 Abs. 2), bei allen anderen Wertpapieren auch durch andere Unternehmen, z.B. sogenannte Registrierstellen (Begründung S. 7).
- ▶ **Fälligkeit von Wertpapiergeschäften**
 - Ab 2015 müssen börsliche Wertpapiergeschäfte spätestens am zweiten Geschäftstag nach Vertragsabschluss durch Lieferung und Bezahlung abgerechnet werden (Art. 5 Abs. 2, Art. 70 Abs. 2).
 - Bei außerbörslichen Wertpapiergeschäften können die Handelspartner das Fälligkeitsdatum frei vereinbaren. Das vereinbarte Datum ist für beide bindend. (Art. 5 Abs. 1)
- ▶ **Abrechnungsdisziplin und Maßnahmen gegen gescheiterte Geschäftsabwicklungen**
 - Um eine reibungslose Abwicklung eines Geschäfts zu ermöglichen, müssen
 - Handelsplätze Geschäftsaufträge am Tag ihres Eingangs bestätigen können (Art. 6 Abs. 1),
 - CSD technisch in der Lage sein, Geschäfte innerhalb folgender Fristen abzurechnen:
 - grundsätzlich am vorgesehenen Abrechnungstag (Art. 6 Abs. 2),
 - nach Aufforderung durch den „Nutzerausschuss“ des CSD am Handelstag oder in Echtzeit (Art. 36 Abs. 6).
 - CSD müssen technisch in der Lage sein, jene Geschäfte zu erfassen, die „aufgrund fehlender Wertpapiere oder Barmittel am vorgesehenen Abrechnungstag“ nicht fristgerecht abgerechnet werden konnten (Art. 7 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 Ziffer 6).
 - CSD müssen Verzögerungen bei der Abrechnung mit „ausreichend abschreckenden“ Sanktionen belegen (Art. 7 Abs. 2). Sie dürfen Teilnehmer, die Finanzinstrumente oder Barmittel „systematisch“ nicht am vorgesehenen Abrechnungstag liefern, „suspendieren“ und deren Identität preisgeben (Art. 7 Abs. 6).
 - Wird ein Finanzinstrument nicht fristgerecht geliefert, muss der Verursacher der Verzögerung, z.B. eine Bank oder der Handelsplatz, eine Zahlung leisten („Buy-in“). Mit dieser wird das Finanzinstrument spätestens vier Tage nach dem vorgesehenen Abrechnungstag am Markt gekauft und an den Erwerber geliefert. Ist ein Buy-in „unmöglich“, muss der Verursacher den Erwerber entschädigen. Die Entschädigung muss den Preis des Finanzinstruments übersteigen. (Art. 7 Abs. 1-5)
- ▶ **Weitere Anforderungen an CSD**
 - CSD müssen die Wertpapiere eines Teilnehmers von denen der anderen Teilnehmer trennen können (Art. 35 Abs. 1). Zudem müssen sie die Wertpapiere der Kunden der Teilnehmer voneinander trennen können („Einzelkunden-Kontentrennung“; Art. 35 Abs. 3).
 - Geldzahlungen der CSD-Teilnehmer sollten, „wann immer dies praktisch möglich ist“, über ein Zentralbankkonto abgerechnet werden, sonst über ein Konto bei einem Kreditinstitut (Art. 37).
 - Ein CSD muss für jedes seiner Abrechnungssysteme Regeln und Verfahren zur Bewältigung von Ausfällen eines Teilnehmers festlegen (Art 38 Abs. 1). Die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA kann hierzu Leitlinien herausgeben (Art. 38 Abs. 4).
- ▶ **Rechtskollision**

Die von einem CSD gehaltenen Finanzinstrumente unterliegen dem Eigentumsrecht des Landes, in dem der CSD das Konto führt (Art. 46 Abs. 1). Dient ein Konto der Wertpapierabrechnung, ist das Eigentumsrecht anzuwenden, dem das Abrechnungssystem unterliegt (Art. 46 Abs. 2).

► Zugang zu Marktinfrastrukturen

- Emittenten von Wertpapieren können diese bei jedem CSD in der EU verbuchen lassen (Art. 47 Abs. 1).
- Ein CSD kann es ablehnen, Dienste für einen Emittenten zu erbringen, wenn (Art. 47 Abs. 3)
 - eine solche Ablehnung auf einer „umfassenden Risikoanalyse“ beruht oder
 - er keinen Zugriff auf Transaktionsdaten des Handelsplatzes hat, an dem die Wertpapiere des Emittenten gehandelt werden.
- Ein CSD kann bei einem anderen CSD ein Konto eröffnen, um die Übertragung von Wertpapieren zwischen den Teilnehmern der beiden CSD zu erleichtern (Art. 2 Abs. 1 Ziffer 20). Für eine solche CSD-Verbindung benötigt der CSD, der ein Konto eröffnen will, die Genehmigung der für ihn zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde (Art. 2 Abs. 1 Ziffer 19, Art. 48 i.V.m. Art. 30 und Art. 17). Ein CSD darf die Kontoeröffnung nur „in begründeten Fällen“ verweigern (Art. 30 Abs. 3).
- Handelsplätze und CCP müssen einem CSD Zugang zu ihren Transaktionsdaten gewähren. CSD müssen Handelsplätzen und CCP Zugang zu ihren Abrechnungssystemen gewähren. Der jeweilige Zugang kann verweigert werden, wenn er die „Funktionsweise der Finanzmärkte beeinträchtigen“ oder „Systemrisiken“ bergen würde. (Art. 51 Abs. 3)

Änderung zum Status quo

Bislang gibt es keine systematische EU-Regulierung für CSD. Es existieren lediglich eine Definition für Abrechnungssysteme (Richtlinie 98/26/EG, Art. 2 lit. a) und Regeln für den Zugang zu Abrechnungssystemen (MiFID-Richtlinie 2004/39/EG, Art. 34).

Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Laut Kommission ist ein Vorgehen der EU erforderlich, um den europäischen Wertpapiermarkt „sicherer und effizienter“ zu machen. Sie verweist auch auf die Systemrelevanz der CSD und ihre „zunehmende Verflechtung“.

Politischer Kontext

Am 20. Oktober 2010 forderte der Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board, FSB), die Marktinfrastrukturen (Handelsplätze, Abwicklung durch CCP, Abrechnung durch CSD) zu stärken (s. dazu CEP-Analysen zu [MiFID II](#) und [MiFIR](#) sowie zur [CCP-Regulierung](#)). Bereits Anfang Dezember 2008 sprach er sich für eine Verbesserung der Sicherheit der Abrechnungssysteme und den Abbau rechtlicher Hindernisse im Nachhandel aus. Im Juli 2008 beschloss die Europäische Zentralbank das „Target2-Securities“-Projekt, das ab 2015 die grenzüberschreitende Abrechnung von Geldzahlungen bei Wertpapiergeschäften in Zentralbankgeld verbessern soll.

Stand der Gesetzgebung

07.03.12 Annahme durch Kommission
 13.07.12 Vorlage des Berichtsentwurfs des ECON-Ausschusses
 Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion: GD Binnenmarkt
 Ausschüsse des Europäischen Parlaments: Wirtschaft und Währung (federführend), Berichterstatterin: Kay Swinburne (ECR-Fraktion, UK); Recht
 Ausschüsse des Deutschen Bundestags: Finanzen (federführend); Angelegenheiten der EU; Wirtschaft und Technologie; Haushalt
 Entscheidungsmodus im Rat: Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch Mehrheit der Mitgliedstaaten und mit 255 von 345 Stimmen; Deutschland: 29 Stimmen)

Formalien

Kompetenznorm: Art. 114 AEUV (Binnenmarkt)
 Art der Gesetzgebungszuständigkeit: Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)
 Verfahrensart: Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

BEWERTUNG

Ökonomische Folgenabschätzung

Ordnungspolitische Beurteilung

Das Ziel der Kommission, die Sicherheit der Wertpapierabrechnung zu erhöhen, ist – auch im Hinblick auf die systemische Relevanz von Zentralverwahrern – grundsätzlich zu begrüßen. Denn diese Sicherheit ist eine Grundvoraussetzung für den reibungslosen Handel mit Wertpapieren und unerlässlich für die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte. Daher sind stringente Zulassungsverfahren und aufsichtsrechtliche Pflichten zwingend erforderlich. Die Notwendigkeit von zusätzlichen Zulassungen für neue nicht-bankartige Nebendienstleistungen, die von der erstmaligen Zulassung nicht gedeckt sind, ist allerdings nur dann sachgerecht, wenn die neuen Tätigkeiten mit zusätzlichen Risiken für den CSD verbunden sind. Erhöhen neue nicht-bankartige Nebendienstleistungen das Risiko nicht, sollte auf zusätzliche Zulassungsverfahren verzichtet werden.

Bankartige Nebendienstleistungen von CSD wie die Wertpapierleihe können zur sicheren und termingerechten Wertpapierabrechnung beitragen: Verfügt eine Geschäftspartei zum Fälligkeitsdatum nicht über das notwendige Wertpapier, kann sie es sich beim CSD leihen und somit eine fristgerechte Lieferung gewährleisten. **Es ist daher grundsätzlich vertretbar, dass die Kommission die Möglichkeit vorsieht, den CSD per Ausnahmegenehmigung Banktätigkeiten zu erlauben.** Freilich sind mit diesen auch Risiken, insbesondere Kreditrisiken verbunden. Diese können sich negativ auf die Fähigkeit der CSD zur Erbringung ihrer Kerndienstleistungen auswirken. **Für bankartige Nebendienstleistungen innerhalb einer CSD** sollten daher Ausnahmegenehmigungen nur dann möglich sein, wenn sie das Risikoprofil der CSD nicht signifikant ändern. Aufgrund der systemischen Relevanz der CSD **müssen** in diesem Fall ferner **strengste Aufsichtsregeln gelten. Dass die Verordnung keine objektiven und transparenten Kriterien für Ausnahmegenehmigungen enthält, trägt zu regulatorischer Unsicherheit bei** und birgt die Gefahr politischer Opportunität. Eine Konkretisierung der Ausnahmebedingungen ist daher geboten. Wenn im konkreten Fall die mit den Bankdienstleistungen einhergehenden Risiken zu groß sind, ist eine vollständige und strikte eigentumsrechtliche Trennung notwendig. Allerdings ist diese nur dann sinnvoll, wenn damit eine vollständige Verlagerung der Risiken vom CSD zum neu geschaffenen Kreditinstitut gewährleistet wird.

Dass Wertpapiere ab 2020 nur noch in elektronischer Form verbucht werden dürfen, stärkt Effizienz und Sicherheit des Wertpapierhandels: Die Geschäftsabwicklung kann automatisiert und schneller erfolgen, die Gefahr des Diebstahls und des Verlusts der Wertpapiere sinkt, da diese nicht mehr physisch übertragen werden.

Die Pflicht zur Abrechnung börslicher Wertpapiergeschäfte spätestens am zweiten Geschäftstag senkt die Transaktionskosten. Sie **erleichtert den grenzüberschreitenden Wertpapierhandel. Außerdem sinkt dadurch das Risiko, dass vor der Abrechnung eine Geschäftspartei ausfällt (Ausfallrisiko).** Zudem kann der Wert eines Wertpapiers schwanken, so dass ein kurzer Fälligkeitszeitraum das Preisrisiko für die Handelspartner minimiert. Dass die Fälligkeit von zwei Tagen erst ab 2015 greift, ermöglicht es den Marktakteuren, ihre Infrastrukturen anzupassen. Dies ist insbesondere für grenzüberschreitende Geschäfte entscheidend, da bei ihnen eine Vielzahl an Marktakteuren in die Geschäftsabwicklung eingebunden sind, was eine schnelle Abrechnung erschwert.

Die Erlaubnis, Wertpapiere bei jedem CSD in der EU zu verbuchen, stärkt den grenzüberschreitenden Wettbewerb unter den bisher stark national geprägten CSD.

Dass CSD, CCP und Handelsplätze einander grundsätzlich diskriminierungsfrei Zugang gewähren müssen, fördert den Wettbewerb im Wertpapierhandel. Dieser regulatorische Eingriff ist dann vertretbar, wenn die Handels-, Clearing- oder Verwahrmärkte die Struktur eines unangreifbaren natürlichen Monopols aufweisen und vertikal integriert sind. In diesem Fall kann die Zugangsverpflichtung etwa verhindern, dass ein natürlicher Monopolist auf dem (vorgelagerten) Handelsmarkt seine Marktmacht auf den (nachgelagerten) Verwahrmarkt überträgt und so auch dort eine monopolistische Position einnehmen kann. Die Verweigerung des Zugangs sollte jedoch, wie von der Verordnung vorgesehen, erlaubt sein, wenn er die Sicherheit des Systems gefährden würde.

Juristische Bewertung

Kompetenz

Art. 114 AEUV (Binnenmarkt) ist die einschlägige Rechtsgrundlage.

Subsidiarität

Unproblematisch.

Verhältnismäßigkeit

Unproblematisch.

Vereinbarkeit mit EU-Recht

Unproblematisch.

Vereinbarkeit mit deutschem Recht

Zwar gilt die Verordnung unmittelbar in jedem Mitgliedstaat (Art. 288 UAbs. 2 S. 2 AEUV), so dass keine nationalen Umsetzungsakte erforderlich sind. Um die Rechtslage klarzustellen, muss das deutsche Recht, insbesondere das Kreditwesengesetz, jedoch entsprechend angepasst werden.

Zusammenfassung der Bewertung

Es ist vertretbar, CSD per Ausnahmegenehmigung Banktätigkeiten zu erlauben. Allerdings sollte die Verordnung objektive und transparente Kriterien dafür enthalten. Dass Wertpapiere ab 2020 nur noch elektronisch verbucht werden dürfen, stärkt Effizienz und Sicherheit des Wertpapierhandels. Die Pflicht zur Abrechnung börslicher Wertpapiergeschäfte spätestens am zweiten Geschäftstag senkt das Ausfallrisiko und erleichtert den grenzüberschreitenden Wertpapierhandel. Dass CSD, CCP und Handelsplätze einander grundsätzlich diskriminierungsfrei Zugang gewähren müssen, fördert den Wettbewerb im Wertpapierhandel. Die Erlaubnis, Wertpapiere bei jedem CSD der EU zu verbuchen, stärkt den grenzüberschreitenden Wettbewerb.