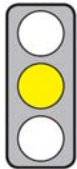


KERNPUNKTE

Ziel der Mitteilung: Die Kommission untersucht die Mängel der Organisation der Derivatemärkte und legt dar, welche Maßnahmen sie 2010 einleiten will, um die Stabilität und Transparenz dieser Märkte zu erhöhen.

Betroffene: Finanzinstitute; alle sonstigen Unternehmen, die Derivate nutzen; Börsen; Zentrale Gegenparteien



Pro: (1) Die Abwicklung über Zentrale Gegenparteien (CCP) verringert das Ausfallrisiko bei Derivaten und erhöht die Finanzmarktstabilität.

(2) CCP zu regulieren ist angesichts ihrer Systemrelevanz erforderlich.

(3) Datensammelstellen („Trade Repositories“) verbessern die Aufsicht.

Contra: (1) Bis auf weiteres sollten nur Credit Default Swaps (CDS) einer zentralen Gegenpartei (CCP) unterworfen werden.

(2) Die Verteuerung der bilateralen Abwicklung verschlechtert das Risikomanagement sowohl bei Finanzdienstleistern als auch bei sonstigen Unternehmen.

INHALT

Titel

Mitteilung KOM(2009) 332 vom 3. Juli 2009: **Gewährleistung effizienter, sicherer und solider Derivatemarkte** und **Mitteilung KOM(2009) 563** vom 21. Oktober 2009: **Gewährleistung effizienter, sicherer und solider Derivatemarkte: Künftige politische Maßnahmen**

Kurzdarstellung

► Funktion, Relevanz und Form von Derivaten

- Derivate sind finanzielle Verträge, deren Wert sich von einem Basiswert (z.B. Aktienkurs, Warenpreis, Wechselkurs oder Zinsniveau) ableitet. Tritt beim Basiswert ein vorher definiertes Ereignis ein, steht einem Vertragspartner eine Bezahlung oder ein Recht zum Kauf bzw. Verkauf zu.
- Derivate werden von Finanzinstituten oder sonstigen Unternehmen („Nichtfinanzinstitute“) zur Risikoabsicherung oder zu Spekulationszwecken eingesetzt. Zertifikate, Optionen, Futures und Credit Default Swaps (CDS) sind gängige Derivate. CDS sehen eine Ausgleichszahlung im Falle eines Kreditausfalls vor.
- Das Volumen ausstehender Derivate ist in den letzten Jahren sehr stark gewachsen und lag Ende 2008 nach Schätzung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich bei 600 Billionen US-Dollar.
- Weniger als 20% der Derivate – ausnahmslos standardisierte Formen – werden auf organisierten Plattformen (z.B. Börsen) gehandelt. Über 80% der Derivate – vor allem nicht-standardisierte, aber auch standardisierte Formen – werden unmittelbar zwischen den Parteien vereinbart und gehandelt („over-the-counter“, OTC). Hier spielen Zinsderivate die wichtigste Rolle. CDS machen 7% der OTC-Derivate aus.

► Handlungsbedarf

Laut Kommission geht von Derivaten, die nicht auf organisierten Plattformen, sondern direkt zwischen den Parteien gehandelt werden („OTC-Derivate“), eine erhebliche Gefahr für die Finanzmarktstabilität aus. Die mangelnde Transparenz von OTC-Geschäften und die große Vernetzung der Finanzwirtschaft führen dazu, dass sich Probleme schnell auf die gesamte Weltwirtschaft ausbreiten können. Dieser „Dominoeffekt“ tritt insbesondere dann auf, wenn ein Händler ausfällt und seine Verpflichtungen aus einem Derivatgeschäft nicht länger erfüllen kann (Gegenparteiausfallrisiko).

► Standardisierung

- Die Kommission will die Vergleichbarkeit von Derivaten erhöhen. Sowohl die vertraglichen Parameter von Derivaten als auch die elektronische Abwicklung der Verträge sollen möglichst standardisiert sein.
- Um die Standardisierungsinitiativen der privaten Wirtschaft zu beschleunigen, überlegt die Kommission, das Konzept des „operationellen Risikos“ der Eigenkapitalrichtlinie (2006/48/EG) zu überarbeiten. Für OTC-Derivate sollen Banken mehr Eigenkapital hinterlegen müssen als bisher.

► Abwicklung von Standardderivaten über eine zentrale Gegenpartei (Central Counter Party, CCP)

- Künftig müssen alle standardisierten Derivate zentral über eine Central Counter Party (CCP) abgewickelt werden. Weil so die CCP bei allen Derivatgeschäften als neutrale Gegenpartei zwischen die Vertragspartner tritt, hofft die Kommission, das Gegenparteiausfallrisiko zu verringern.
- Aus „regulatorischen, aufsichtlichen und geldpolitischen“ Gründen besteht die Kommission darauf, dass die Abwicklung bei einer CCP erfolgt, die in der EU ansässig ist. So könnten CCP der Aufsicht durch die europäischen Aufsichtsbehörden unterworfen werden, die einen „unbestrittenen und ungehinderten“ Zugang zu Informationen der CCP erhalten sollen. Auch seien Rettungsmaßnahmen für in Not geratene CCP „einfacher“, wenn diese sich im eigenen „Währungsraum“ befinden.

- Die Kommission kündigt an, die Tätigkeiten von CCP auf EU-Ebene zu regulieren. Konkret will sie
 - mit Verhaltensregeln Interessenkonflikte vermeiden sowie fachliche Mindestanforderungen einführen,
 - CCP ein hochqualitatives Risikomanagement inklusive Mindestkapitalanforderungen vorschreiben,
 - die von einer Vertragspartei beim CCP zu hinterlegenden Sicherheiten rechtlich schützen,
 - die EU-Zulassung von CCP allein der neuen EU-Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) übertragen,
 - mit einem EU-Pass ermöglichen, dass zugelassene CCP ihre Dienste in der gesamten EU anbieten ,
 - die Anerkennung von CCP aus Drittländern regeln, die Dienste in der EU anbieten wollen.
- ▶ **Abwicklung und Besicherung von nicht-standardisierten Derivaten**
 - Die Kommission gibt zu, dass maßgeschneiderte Derivate nicht standardisiert werden können und für die zentrale Abwicklung über eine CCP nicht geeignet sind. Diese OTC-Derivate sollen nach wie vor bilateral zwischen den Vertragspartnern abgewickelt werden können.
 - Allerdings will die Kommission die Regeln für die bilaterale Abwicklung ändern:
 - Finanzinstitute sollen für OTC-Derivate künftig mehr Sicherheiten – sowohl „initial margin“ gegen das Ausfallrisiko als auch „variation margins“ gegen das Vertragswertänderungsrisiko – und mehr Eigenkapital hinterlegen müssen.
 - Sonstige Unternehmen sollen für ihre Derivate grundsätzlich ebenfalls mehr Sicherheiten hinterlegen müssen; die Kommission will aber Ausnahmen einführen für Unternehmen, die Derivate nur in einem begrenzten Umfang einsetzen.
- ▶ **Handel auf regulierten und transparenten Handelsplätzen**
 - Wie auch die G20 strebt die Kommission an, dass der Handel mit standardisierten Derivaten künftig verpflichtend an regulierten Handelsplätzen (z.B. Börsen oder multilateralen Handelssystemen) stattfindet.
 - Die Kommission will die Transparenz der Handelsplätze für Derivate erhöhen. Im Rahmen der für 2010 geplanten Überarbeitung der MiFID-Richtlinie (2004/39/EG) will sie harmonisierte Transparenzanforderungen über die Veröffentlichung von Preisen und Volumen im OTC-Derivatehandel einführen.
- ▶ **Zentrale Datenerhebung („Trade Repositories“)**
 - Künftig müssen sämtliche standardisierten und nicht-standardisierten Derivatgeschäfte in Datensammelstellen („Trade Repositories“) erfasst werden. Zu diesem Zweck will die Kommission neue Berichtspflichten für die Marktteilnehmer einführen.
 - Um das von Derivaten ausgehende Systemrisiko zu überwachen, sollen die Finanzaufsichtsbehörden Zugriff auf die Informationen der Trade Repositories erhalten, auch wenn diese nicht in der EU niedergelassen sind. Die neue EU-Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) soll dies koordinieren.
- ▶ **Obergrenzen für spekulative Warenderivate („Position Limits“)**
 - Die Kommission will die Aufsichtsbehörden ermächtigen, bei Warenderivaten Obergrenzen für spekulative Kontrakte („position limits“) einzuführen. Dadurch sollen „unverhältnismäßige Preisschwankungen“ und „Konzentrationen von spekulativen Positionen“ vermieden werden.

Änderung zum Status quo

Siehe Inhalt.

Subsidiaritätsbegründung

Die EU-Kommission geht auf Fragen der Subsidiarität nicht ein.

Politischer Kontext

Die Diskussion darüber, wie Derivatemärkte transparenter und krisenfester gestaltet werden können, wird nicht nur in der EU geführt. Auch die von der US-Regierung angestrebten Neuregelungen sehen neben einer besseren Besicherung von Derivatgeschäften primär vor, dass OTC-Geschäfte möglichst standardisiert und von einer CCP mit Sitz in den USA abgewickelt werden. Die EU-Kommission kündigt zwar an, durch eine Zusammenarbeit mit den US-Behörden die „globale Konsistenz der politischen Ansätze“ gewährleisten zu wollen. Sie plädiert aber dennoch für die Abwicklung über europäische CCP.

Vor diesem Hintergrund ist der von der EU-Kommission entwickelte Druck auf die wichtigsten europäischen Derivatehändler zu sehen, die im Frühjahr 2009 schließlich zusagten, zumindest alle CDS ab dem 31. Juli 2009 über europäische CCP abzuwickeln. Die Kommission übt nun Druck auf die Händler aus, nicht nur CDS, sondern auch alle anderen OTC-Derivate über CCP abzuwickeln.

Seit dem Ausbruch der Finanzkrise hat die EU umfangreiche Änderungen am Regelungsrahmen für Finanzdienstleistungen vorgenommen. Diese wirken sich auf den Handel mit Derivaten – vor allem mit CDS – aus.

So hat die Kommission im Oktober 2008 vorgeschlagen, die Eigenkapitalrichtlinie (Basel II, 2006/48/EG) so zu ändern, dass Emittenten von Kreditverbriefungen stets mindestens 5% des Kreditvolumens in den eigenen Büchern behalten (Vorschlag KOM (2008) 602; [vgl. CEP-Kurzanalyse](#)). Im Juli 2009 schlug die Kommission darüber hinaus vor, die Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungspositionen im Handelsbuch der Banken zu verschärfen (Vorschlag KOM (2009) 362; [vgl. CEP-Kurzanalyse](#)).

Auch die Ratingagenturen – die die Risiken verbrieftener Kredite als zu gering eingeschätzt haben – werden in der EU mittlerweile strenger reguliert. Am 27. Juli 2009 wurde eine Verordnung erlassen, mit der Ratingagenturen strikten Qualitäts- und Transparenzstandards sowie der ständigen Überprüfung durch Aufsichtsbehörden unterworfen werden (KOM(2008) 704; [vgl. CEP-Kurzanalyse](#)).

Die spekulative Nutzung von Derivaten durch Hedgefonds will die Kommission mit Obergrenzen für den Einsatz von Fremdkapital einschränken. Diesbezüglich hat sie einen Verordnungsvorschlag vorgelegt (KOM (2009) 207; [vgl. CEP-Kurzanalyse](#)), der im Europäischen Parlament derzeit kontrovers diskutiert wird.

Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion:
Konsultationsverfahren:

GD Binnenmarkt
Mit ihrer Mitteilung KOM(2009) 332 vom 3. Juli 2009 verband die Kommission eine Konsultation (vgl. [Stellungnahmen](#)). Am 25. September 2009 fand eine öffentliche Anhörung statt.

BEWERTUNG

Ökonomische Folgenabschätzung

Ordnungspolitische Beurteilung

Auch wenn Derivate wichtige Instrumente zur Abfederung von Risiken sind, können von ihnen auch Risiken für die Finanzmarktstabilität ausgehen. Wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich belegt, werden 85 bis 90% der Derivateverträge zwischen Finanzinstituten geschlossen (Vgl. <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>). Der Ausfall eines Finanzinstituts kann daher schwerwiegende Folgen für andere Institute haben.

Zur Verringerung des Ausfallrisikos ist die Nutzung von zentralen Gegenparteien (CCP) ohne Zweifel sinnvoll. Im Gegensatz zur bilateralen Abwicklung zwischen zwei Vertragspartnern können CCP eine Vielzahl gegenseitiger Forderungen ausgleichen („netting“) und dadurch den Umfang des Restrisikos verringern. **Allderdings sind mit dem Einsatz von CCP drei Probleme verbunden:**

Erstens ist es voreilig, CCP nicht nur für standardisierte Credit Default Swaps (CDS), sondern für möglichst viele Derivate vorzuschreiben. **Solange die systemische Gefahr von etwa Zins- und Wechselkursderivaten nicht nachgewiesen ist, sollten nur CDS einer CCP unterworfen werden.** CDS besitzen ein Gefahrenpotential, das Zins- und Wechselkursderivate – die zusammen immerhin 80% des OTC-Derivatevolumens ausmachen – nicht aufweisen.

So ist der CDS-Markt sehr spekulativ: CDS-Versicherungsnehmer müssen die betroffenen Kredite nicht selber vergeben haben. Auch bei der Schätzung des Ausfallrisikos – bezüglich sowohl der Kredite als auch des Versicherungsgebers – tun sich Vertragspartner oft schwer. Darüber hinaus kann die Diskontinuität der CDS-Zahlungsströme Verwerfungen verursachen, denn bei einem Kreditereignis – und nur dann – fällt plötzlich eine große Zahlung an. Der Markt für CDS ist schließlich sehr konzentriert: 10 Händler dominieren 65% des Marktes. Der Ausfall nur eines dieser Broker kann am Markt schwerwiegende Verwerfungen verursachen.

Zweitens reduzieren CCP zwar das ausstehende Risiko, sie konzentrieren es aber auch bei sich. **CCP sind damit systemrelevant**, da von ihrer Insolvenz sämtliche Teilnehmer unmittelbar betroffen sind. **Das Vorhaben der Kommission, eine anspruchsvolle Regulierung der Zulassung, Tätigkeit und des Risikomanagements von CCP einzuführen, ist daher begrüßenswert.**

Dabei sollten Wettbewerbsverzerrungen beseitigt werden, die sich daraus ergeben, dass Mitgliedstaaten unterschiedliche Anforderungen (z.B. bezüglich der Notwendigkeit einer Banklizenz) an den Vertrieb einer CCP stellen. Auch ist eine globale Zusammenarbeit bei der Regulierung von CCP unabkömmlich. Andernfalls könnte, da CCP (sinnvollerweise) global vernetzt sind, eine starke europäische Regulierung nicht verhindern, dass eine schwache Regulierung in Drittländern zu Problemen bei europäischen CCP führt.

Drittens sind CCP keine Allheilmittel: Sie können nur für standardisierte Derivate genutzt werden. **Die Kommission sollte davon absehen, die freie Gestaltung von Derivaten durch einen De-Facto-Zwang zur Standardisierung über Gebühr einzuschränken.** Dies wäre für das Risikomanagement kontraproduktiv. Für die Absicherung spezifischer Risiken sind maßgeschneiderte Derivate notwendig.

Die zentrale Datenerhebung in Trade Repositories ist dringend geboten. Für eine adäquate Einschätzung der Risiken ist es notwendig, dass die europäischen Aufsichtsbehörden auch Einblick in die Trade Repositories von Drittländern bekommen.

„Position limits“ gegen „unverhältnismäßige Preisschwankungen“ bergen die Gefahr, dass unnötigerweise in die Preisfindung eingegriffen wird. Eine Behörde kann nicht mit Sicherheit wissen, ob Preise „unverhältnismäßig“ schwanken. Der Börsenhandel mit Derivaten kann die Preistransparenz zwar erhöhen, sollte aber nicht kraft Gesetz vorgeschrieben werden. Etwaige Nachteile des OTC-Handels werden nur so lange hingenommen, wie Derivate gegenüber anderen Finanzprodukten höhere Renditen und sonstige Vorteile erbringen.

Folgen für Effizienz und individuelle Wahlmöglichkeiten

Der erhebliche Kostenanstieg beim bilateralen Handel mit nicht-standardisierten Derivaten, den die Pläne der Kommission verursachen, **ist in der jetzigen Form nicht hinnehmbar.** Die Eigenkapitalrichtlinie (2006/48/EG) sieht bereits – zu Recht – eine Förderung der Abwicklung über CCP vor, indem Finanzinstitute für CCP-Derivate kein Eigenkapital hinterlegen müssen. **Eine zusätzliche, pauschale Bestrafung dieses Handels,**

in etwa durch die Vorschrift, mehr Eigenkapital und Sicherheiten bereithalten zu müssen, erschwert das Risikomanagement.

Dies gilt umso mehr, da sowohl Finanzinstitute als auch sonstige Unternehmen gerade dann auf nicht-standardisierte Derivate ausweichen, wenn nur diese ihre unternehmensspezifischen Risiken korrekt abbilden. Sie sind oft weder besonders riskant noch spekulativ, sondern dienen nur der Absicherung von Risiken realer Geschäftsvorgänge. Darüber hinaus sind Standardderivate für sonstige Unternehmen auch teuer: Weil sie die Risiken nicht passgenau abbilden, finden die Vorteile des „Hedge-Accounting“ – die buchhaltungstechnischen Regeln für den Umgang mit Derivaten – auf sie keine Anwendung.

Die Kommission sollte daher zumindest die in Aussicht gestellten Ausnahmen für Nichtfinanzinstitute großzügig gestalten.

Folgen für Wachstum und Beschäftigung

Das Vorhaben verteuert das Risikomanagement und zwingt Unternehmen dazu, Derivate mit mehr Mitteln zu besichern. Diese Mittel fehlen anschließend für Investitionen. Allerdings erhöht die Abwicklung über CCP auch die Finanzmarktstabilität, was Rezessionen als Folge von Finanzkrisen weniger wahrscheinlich macht.

Folgen für die Standortqualität Europas

Stabile Finanzmärkte stärken einerseits die Attraktivität des Standortes Europa. Andererseits verteuern die Kommissionspläne die Absicherung von Risiken, was die Standortqualität Europas schwächt. Da derzeit auch in den USA die Regulierung der Derivatemärkte überarbeitet wird, ist ein saldierender Vergleich beider Wirkungen momentan nicht möglich.

Juristische Bewertung

Kompetenz

Die angekündigten Maßnahmen dienen dem Funktionieren des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen. Damit ist die einschlägige Kompetenzgrundlage Art. 95 EGV. Für Vorschriften zu CCP kommt Art. 47 EGV in Betracht, der zum Erlass von Vorschriften zur Ausübung selbständiger Tätigkeiten ermächtigt.

Subsidiarität

Unproblematisch.

Verhältnismäßigkeit

Die dargestellten Maßnahmen sind nicht hinreichend konkret für eine Beurteilung der Verhältnismäßigkeit.

Vereinbarkeit mit EU-Recht

Unproblematisch.

Vereinbarkeit mit deutschem Recht

Unproblematisch.

Alternatives Vorgehen

Auf eine weitere Verteuierung der bilateralen Abwicklung – durch Verschärfung der Eigenkapitalvorschriften und der Vorschriften für die Hinterlegung von Sicherheiten – sollte verzichtet werden.

Mögliche zukünftige Folgemaßnahmen der EU

Die Kommission will die Eigenkapitalrichtlinie (2006/48/EG) bis Ende 2010 erneut ändern: Banken sollen für die bilaterale Abwicklung von Derivaten mehr Eigenkapital und mehr Sicherheiten hinterlegen müssen. Damit will die Kommission „alle kommerziellen Bedenken in Bezug auf einen weitestmöglichen Rückgriff auf CCP-Clearing“ ausräumen.

Bis Mitte 2010 will die Kommission Vorschläge für eine gesetzliche Regelung der Tätigkeiten von CCP und „Trade Repositories“ erarbeiten.

In der für 2010 geplanten Überarbeitung der MiFID-Richtlinie (2004/39/EG) will die Kommission einheitliche Transparenzanforderungen für die Veröffentlichung von Preisen und Volumen im Derivatehandel vorschlagen. Auch prüft die Kommission, ob die operationellen Anforderungen, die Berichtspflichten und die Verhaltensregeln der MiFID-Richtlinie künftig auch für Nichtfinanzinstitute gelten sollen, die mit Warenderivaten handeln. Ebenfalls im Jahr 2010 will die Kommission die Richtlinie über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (2003/6/EG) so überarbeiten, dass sämtliche Derivate davon erfasst werden. Die Kommission will vor allem die Transparenz des Kassamarktes für Strom und Gas und für Emissionszertifikate stärken und damit Marktmanipulation und Insidergeschäfte erschweren.

Zusammenfassung der Bewertung

Die Abwicklung über Zentrale Gegenparteien (CCP) verringert das Ausfallrisiko bei Derivaten und erhöht die Finanzmarktstabilität. Bevor die systemische Gefahr von Zins- und Wechselkursderivaten nachgewiesen ist, sollten aber nur Credit Default Swaps (CDS) über eine Zentrale Gegenpartei (CCP) abgewickelt werden. Die Regulierung der Zulassung, Tätigkeit und des Risikomanagements von CCP sowie die Einrichtung von Trade Repositories auf EU-Ebene ist zu begrüßen. Eine Verteuierung der bilateralen Abwicklung führt zu einer Verschlechterung des Risikomanagements.