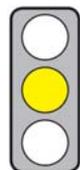


KERNPUNKTE

Ziel der Verordnung: Durch unterschiedliche Regulierung für Finanzdienstleister und andere Unternehmen sowie durch die Unterscheidung zwischen spekulativen und zur Risikoabsicherung eingesetzten Derivaten soll die Finanzmarktstabilität verbessert werden.

Betroffene: Alle Unternehmen, die Derivate halten, insbesondere Finanzdienstleister; Betreiber von zentralen Gegenparteien (CCP) und Transaktionsregistern.



Pro: (1) Die Abwicklung von OTC-Derivaten über Clearingstellen (CCP) und die vorgesehenen Melde- und Risikominderungspflichten können die Finanzmarktstabilität erhöhen.

(2) Nichtfinanzdienstleister können (theoretisch) von der Regulierung ausgenommen werden.

Contra: (1) Bis auf weiteres sollten nur Credit Default Swaps über CCP abgewickelt werden müssen.

(2) Es ist offen, ob eine nicht willkürliche Unterscheidung zwischen spekulativen und nicht-spekulativen OTC-Derivaten überhaupt möglich ist.

(3) Angesichts der vielen ungeklärten Fragen sollte der Kommissionsbericht über die Systemrelevanz von OTC-Derivaten nicht erst 2014 vorgelegt werden.

INHALT

Titel

Vorschlag KOM(2010) 484 vom 15. September 2010 für eine **Verordnung** des Europäischen Parlaments und des Rates **über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister**

Kurzdarstellung

► Funktion, Relevanz und Form von Derivaten, Terminologie

- Derivate sind finanzielle Verträge, deren Wert sich von einem Basiswert ableitet. Tritt beim Basiswert ein vorher definiertes Ereignis ein, steht einem Vertragspartner eine Bezahlung oder ein Recht zum Kauf bzw. Verkauf zu. Derivate werden zur Risikoabsicherung oder zu Spekulationszwecken eingesetzt.
- Gängige Derivate sind Verträge zur Absicherung gegen Zins- und Wechselkursrisiken und Kreditausfallversicherungen (credit default swaps, CDS). CDS machen 5% der OTC-Derivate aus.
- Die vertragsschließenden Parteien („Gegenparteien“) sind
 - „finanzielle Gegenparteien“: Finanzdienstleistungsunternehmen (Banken, Versicherungen, Wertpapierfirmen, OGAW-Investmentfonds, Hedge- und Beteiligungsfonds und Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge) oder
 - „nichtfinanzielle Gegenparteien“: Unternehmen anderer Branchen.
- Weniger als 20% der Derivate werden börslich gehandelt. Über 80% der Derivate – vor allem nicht-standardisierte – werden unmittelbar zwischen Gegenparteien vereinbart und gehandelt („over-the-counter“, OTC).

► Melde- und Begründungspflichten für nicht-börslich gehandelte Derivate (OTC-Derivate)

- Verträge über OTC-Derivate inklusive etwaiger Änderungen müssen innerhalb eines Tages nach Vertragsabschluss bei einem registrierten „Transaktionsregister“ gemeldet werden. Es sind zumindest die Identität der Gegenparteien, Form des Derivats, Basiswert, Nominalwert und Fälligkeit zu melden. (Art. 6 Abs. 1 und Abs. 4)
- Die Meldepflicht gilt für:
 - alle finanziellen Gegenparteien;
 - nichtfinanzielle Gegenparteien, soweit sie OTC-Derivate in einem Umfang abgeschlossen haben, der die „Informationsschwellen“ übersteigt. (Art. 7 Abs. 1 i.V.m. Art. 6 Abs. 1)
 - Die EU-Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) setzt die Informationsschwellen bis Mitte 2012 als technischen Standard fest. Die Kommission kann sie „erforderlichenfalls“ ändern. (Art. 7 Abs. 3 S. 1 und Abs. 5).
 - Je nach Gegenpartei und Derivat sind verschiedene Informationsschwellen möglich (Art. 7 Abs. 3 S. 2).
 - Nichtfinanzielle Gegenparteien müssen der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörde das Überschreiten der Informationsschwelle melden und ihr OTC-Engagement begründen (Art. 7 Abs. 1 Satz 1).

► Unterschiedliche Behandlung „qualifizierter“ und „nicht qualifizierter“ OTC-Derivate

- Die Verordnung unterscheidet zwischen (strenger zu regulierenden) „qualifizierten“ und (weniger streng zu regulierenden) „nicht qualifizierten“ OTC-Derivaten, definiert sie aber nicht.
- Die ESMA entscheidet nach einer öffentlichen Konsultation, welche OTC-Derivate als „qualifiziert“ gelten. Kriterien dafür haben „insbesondere“ das Systemrisiko des Derivates, seine Liquidität und die Existenz von Marktpreisen zu sein. Die Kommission kann weitere Kriterien vorschreiben. (Art. 4)

- ▶ **„Qualifizierte“ OTC-Derivate: Pflicht zum Clearing durch zugelassene zentrale Gegenparteien (CCP)**
 - Clearingpflicht: „Qualifizierte“ OTC-Derivate müssen über zugelassene Clearingstellen – sogenannte „zentrale Gegenparteien“ (central counterparty clearing houses, CCP) – abgewickelt werden (Art. 3).
 - Die Clearingpflicht gilt für (Art. 3 Abs. 1):
 - finanzielle Gegenparteien, soweit sie „qualifizierte“ OTC-Derivate untereinander abgeschlossen haben;
 - nichtfinanzielle Gegenparteien, deren Derivatevolumen die „Clearingschwellen“ übersteigt.
 - Die ESMA setzt die Clearingschwellen bis Mitte 2012 als technischen Standard fest. Die Kommission kann die Schwellen „erforderlichenfalls“ ändern. (Art. 7 Abs. 3 S. 1 und Abs. 5).
 - Bei der Berechnung des Derivatevolumens werden Derivate, die „objektiv messbar direkt mit der Geschäftstätigkeit des Unternehmens verbunden sind“, nicht berücksichtigt (Art. 7 Abs. 4);
 - Zum Derivatevolumen zählen auch alle „nicht-qualifizierten“ OTC-Derivate (Art. 7 Abs. 2).
- ▶ **„Nicht-qualifizierte“ OTC-Derivate: Pflichten bei Sicherheiten und Eigenkapital**
 - Das Ausfallrisiko von „nicht-qualifizierten“ OTC-Derivaten ist mit „angemessenen Verfahren und Vorkehrungen“ zu „messen und mindern“. Insbesondere gelten folgende Pflichten (Art. 8 Abs. 1):
 - tägliche Ermittlung des Wertes ausstehender Kontrakte,
 - „rechtzeitiger, präziser und angemessen getrennter“ Austausch von Sicherheiten und
 - „angemessene und verhältnismäßige“ Eigenkapitalausstattung.
 Die europäischen Aufsichtsbehörden (ESMA, EBA und EIOPA) entscheiden bis Mitte 2012 über die Höhe der notwendigen Sicherheiten und des bereitzuhaltenden Eigenkapitals (Art. 8 Abs. 3).
 - Diese Pflichten gelten für (Art. 8 Abs. 1):
 - alle finanziellen Gegenparteien;
 - nicht-finanzielle Gegenparteien, deren Derivatevolumen die Clearingschwellen übersteigt.
- ▶ **Zulassung und Beaufsichtigung von CCP**
 - Jede CCP benötigt eine Zulassung bei der nationalen Aufsichtsbehörde im Mitgliedstaat der Niederlassung. Die Zulassung gilt in allen EU-Mitgliedstaaten („EU-Pass“). (Art. 10 Abs. 2)
 - Zulassungsvoraussetzungen sind (Art. 12):
 - Liquidität: Die CCP muss Zugang zu Zentralbankgeld oder Kreditlinien bei Geschäftsbanken oder eine Kombination aus beidem haben. Eine Bankzulassung „könnte“ ausreichen.
 - Eigenkapital: Die CCP muss über ein „ständiges, verfügbares und gesondertes Anfangskapital“ von mindestens 5 Mio. Euro verfügen und mithilfe der Rücklagen die eigene „geordnete Abwicklung oder Restrukturierung“ gewährleisten können.
 - Gegenparteien aus der EU können OTC-Derivate erst dann über eine CCP mit Sitz außerhalb der EU („Drittländer“) abwickeln, wenn diese CCP von der ESMA anerkannt wurde. Als Voraussetzung dafür gilt ein Beschluss der ESMA über die Gleichwertigkeit der dortigen Aufsicht (Art. 23 Abs. 1).
- ▶ **Anforderungen an CCP zur Begrenzung des Ausfallrisikos**
 - Die Mitglieder von CCP müssen bei dieser als Sicherheit „Vermögenswerte“ („Margins“) hinterlegen.
 - Die Höhe der Margins wird über von der nationalen Aufsichtsbehörde genehmigte Modelle bestimmt, die die Risiken des abgewickelten Produkts und die Marktliquidität berücksichtigen (Art. 39 Abs. 2).
 - Die CCP kann von ihren Mitgliedern kurzfristig („intraday“) höhere Margins anfordern (Art. 39 Abs. 3).
 - Nur hochliquide Vermögenswerte mit geringem Ausfall- und Preisänderungsrisiko dürfen als Sicherheit akzeptiert werden. Sind diese Risiken zu hoch, müssen Sicherheitsabschläge („haircuts“) vorgenommen werden. Die ESMA legt bis Mitte 2012 zulässige Sicherheiten und Abschläge fest (Art. 43).
 - Jede CCP muss aus Pflichtbeiträgen der Mitglieder einen Ausfallfonds einrichten (Art. 40).
 - Dieser Fonds muss den Ausfall des größten Mitgliedes bzw. den parallelen Ausfall des zweit- und drittgrößten Mitgliedes finanzieren können.
 - Die Ausfallfondsbeiträge der Mitglieder richten sich nach dem Risikoprofil des Mitglieds.
 - Fällt ein CCP-Mitglied aus, deckt die CCP die Verluste zuerst aus den Margins und Ausfallfondsbeiträgen dieses Mitgliedes. Reicht das nicht aus, kann sie auf die Ausfallfondsbeiträge anderer Mitglieder zugreifen. Deren Margins bleiben aber unberührt. („Wasserfallprinzip“; Art. 42)
 - CCP müssen ihre Finanzmittel konservativ in hochliquiden Instrumenten mit „minimalem Markt- und Ausfallrisiko“ investieren. Eine Konzentration von Risiken bei Einzelschuldnern muss sie vermeiden. Die Anlage in eigenen Wertpapieren der CCP ist untersagt. Die ESMA legt bis Mitte 2012 die Regeln über die zugelassenen Anlagen und über Konzentrationsgrenzen fest. (Art. 44)
 - CCP müssen über genügend Finanzmittel verfügen, um ein Stress-Szenario zu bestehen, in dem die beiden größten Mitglieder der CCP ausfallen. Dafür kommen auch Patronatserklärungen in Betracht. (Art. 41)
- ▶ **Wohlverhaltensregeln für CCP**
 - CCP müssen Mitglieder und deren Kunden „fair, professionell und in deren bestem Interesse“ behandeln. Sie entscheiden anhand „nicht-diskriminierender, transparenter und objektiver“ Kriterien darüber, wer als Mitglied aufgenommen wird. Eine Ablehnung ist nur aus Risikogründen möglich (Art. 34 und 35).
 - CCP müssen Preise, Entgelte sowie die Bedingungen für Abschläge und Rabatte veröffentlichen (Art. 36).
- ▶ **Interoperabilität von CCP**
 - Für die Zusammenarbeit („Interoperabilität“) zwischen CCP bedarf es einer genehmigungspflichtigen „Interoperabilitätsvereinbarung“ (Art. 50).

– Die Interoperabilität ist bis auf weiteres nur für Geldmarktpapiere und übertragbare Wertpapiere („Kassainstrumente“) zulässig. Die ESMA legt bis Oktober 2014 einen Bericht zu dieser Thematik vor. (Erwägungsgrund 42, Art. 68 Abs. 2)

► **Anforderungen an Transaktionsregister**

– Transaktionsregister müssen bei der ESMA eine Registrierung beantragen, die in allen EU-Mitgliedstaaten gilt („EU-Pass“). Die ESMA führt die Aufsicht über die Transaktionsregister und kann bei Verstößen Geldbußen und Zwangsgelder auferlegen. (Art. 51 Abs. 1 und 3; Art. 52 Abs. 1; Art. 55; Art. 56; Art. 61)

– Die Transaktionsregister veröffentlichen Daten für alle Derivatekategorien. Sie müssen den Aufsichtsbehörden und Zentralbanken bei Bedarf die „erforderlichen Informationen“ melden. (Art. 67 Abs. 1 und 2)

► **Überprüfung**

Die Kommission nimmt bis Oktober 2014 eine Bewertung der systemischen Bedeutung von OTC-Derivatetransaktionen durch nichtfinanzielle Gegenparteien in verschiedenen Sektoren vor (Art. 68 Abs. 2).

Änderung zum Status quo

Bisher gibt es keine europäischen Regeln für OTC-Derivate, CCP oder Transaktionsregister.

Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Eine EU-weite Clearingpflicht lässt sich laut Kommission nur mit EU-Regeln erreichen. Wegen der nationalen finanzpolitischen Verantwortung in Krisen verbleibt ein Großteil der Aufsicht über CCP bei den Mitgliedstaaten.

Politischer Kontext

Die EU-Kommission hat den Umgang mit Derivaten bereits in zwei Mitteilungen thematisiert [Mitteilungen KOM(2009) 332 vom 3. Juli 2009 und KOM(2009) 563 vom 21. Oktober 2009, vgl. [CEP-Analyse](#)]. Dort schlug die Kommission vor, Derivatgeschäfte besser zu besichern und OTC-Geschäfte möglichst standardisiert von einer zentralen Gegenpartei (CCP) mit Sitz in der EU abwickeln zu lassen. Die Kommission folgt damit den G20-Beschlüssen vom September 2009 (Pittsburgh), die Meldepflichten und eine CCP-Abwicklung von standardisierten Derivaten bis Ende 2012 vorsehen. Während der Europäische Rat im März 2010 noch „rasche Fortschritte“ bei der Regulierung von Derivaten verlangte, trat in den USA im Juli 2010 der „Dodd-Frank Wall Street Reform Act“ in Kraft, der eine umfangreiche Clearing- und Berichtspflicht für OTC-Derivate einführt.

Stand der Gesetzgebung

15.09.10 Annahme durch Kommission

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), Berichterstatter: Werner Langen (EVP-Fraktion, D); Recht
Ausschüsse des Deutschen Bundestags:	N.N.
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; ex-Art. 95 EGV)
Art der Gesetzgebungszuständigkeit:	Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)
Verfahrensart:	Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren; ex-Art. 251 EGV)

BEWERTUNG

Ökonomische Folgenabschätzung

Ordnungspolitische Beurteilung

Zentrales Clearing über eine CCP kann das Ausfallrisiko und dadurch die Risiken „qualifizierter“ OTC-Derivate für die Finanzmarktstabilität verringern. Denn im Gegensatz zur bilateralen Abwicklung zwischen zwei Vertragspartnern können CCP eine Vielzahl gegenseitiger Forderungen ausgleichen („netting“) und so den Umfang des Restrisikos verringern.

Die Beschränkung der Clearingpflicht auf finanzielle Gegenparteien und nichtfinanzielle mit sehr hohem Derivatevolumen ist sachgerecht, da nur Verluste bei diesen die Finanzmarktstabilität unmittelbar bedrohen. **Eine generelle Ausnahme von der Clearingpflicht für nichtfinanzielle Gegenparteien wäre keine Lösung,** denn finanzielle Gegenparteien könnten versuchen, über Zweckgesellschaften die Clearingpflicht zu umgehen.

Ob die Aufteilung von OTC-Derivaten in zwei Risikoklassen und der gleichzeitig versuchte Spagat zwischen

einer stringenten Regulierung der finanziellen Gegenparteien und einer sinnvollen Entlastung nichtfinanzieller Gegenparteien erfolgreich sein werden, hängt allerdings entscheidend von der ESMA ab, die eine Vielzahl an derzeit noch völlig offenen Begriffen zu definieren hat.

Von zentraler Bedeutung ist insoweit die Frage, welche OTC-Derivate die ESMA als „qualifiziert“ einstufen wird und die damit grundsätzlich der Clearingpflicht unterliegen werden. Für CDS ist – angesichts ihres besonderen Gefahrenpotentials (siehe [CEP-Analyse](#)) eine Clearingpflicht generell sachgerecht, für Zins- und Wechselkursderivate dagegen nicht, solange ihre systemische Gefahr nicht nachgewiesen ist. Die vorgeschlagenen Meldepflichten gegenüber Transaktionsregistern sind sinnvoll, um diese Gefahr einschätzen zu können. Entscheidend wird zweitens sein, wo die ESMA die Clearingschwellen für „qualifizierte“ OTC-Derivate nichtfinanzieller Gegenparteien ansetzt.

Die Wirksamkeit der Clearingpflicht wird drittens davon abhängen, welche Volumina die ESMA für die - grundsätzlich sachgerechten – Eigenkapital- und Besicherungsanforderungen bei „nicht-qualifizierten“ OTC-Derivaten festlegt, da diese Derivate Substitute für „qualifizierte“ Derivate sein können. Hier sollte die ESMA bedenken, dass bereits die Eigenkapitalrichtlinie (2006/48/EG; s. [CEP-Analyse](#)) die Abwicklung über CCP fördert, indem Finanzinstitute für über CCP gehandelte Derivate kein Eigenkapital hinterlegen müssen. Grundsätzlich berechnete Anforderungen an die Besicherung „nicht-qualifizierter“ Derivate sollten berücksichtigen, dass sie das Risikomanagement von Unternehmen erheblich verteuern.

Die Pflicht nichtfinanzieller Gegenparteien, ihr OTC-Engagement gegenüber der nationalen Aufsichtsbehörde zu begründen, führt zu Rechtsunsicherheit, da die Verordnung völlig offen lässt, wie die Begründung auszugestalten ist und welche Rechtswirkungen sich aus einer „unzureichenden“ Begründung ergeben.

Es ist darüber hinaus fraglich, ob Aufsichtsbehörden überhaupt in der Lage sein werden, zu unterscheiden zwischen spekulativen OTC-Derivaten und solchen zur Absicherung realer Unternehmensrisiken. Von dieser Unterscheidbarkeit hängt aber nicht nur die Belastung nichtfinanzieller Gegenparteien ab, sondern auch, ob finanzielle Gegenparteien die Regulierung über Zweckgesellschaften umgehen können.

Der für Oktober 2014 geplante Kommissionsbericht über die Systemrelevanz von OTC-Derivaten nicht-finanzieller Gegenparteien sollte in Anbetracht der Fülle ungeklärter Fragen auf jeden Fall vorgezogen werden.

Angesichts der Zentralisierung von Risiken beim CCP sind ausreichend hohe Margins und Ausfallfonds unumgänglich. Die Risiken, und folglich auch die Höhe der bereit zu stellenden Margins, sollten möglichst täglich gemessen werden.

Angesichts erheblicher Skaleneffekte werden CCP und Transaktionsregister quasi-monopolistisch sein. Die vorgeschlagenen Wohlverhaltensregeln versuchen die damit verbundenen Nachteile auszugleichen. Angesichts mangelnder Erfahrungswerte ist auch die Begrenzung der Interoperabilität auf Kassainstrumente vorerst gerechtfertigt. Der EU-Pass für CCP baut Hemmnisse im Binnenmarkt ab.

Folgen für Effizienz und individuelle Wahlmöglichkeiten

Die Verordnung führt bei allen Gegenparteien zu Mehrkosten aufgrund der Berichts- und Begründungspflichten, der Pflicht zur Abwicklung über CCP und möglicher Substitutionen „nicht-qualifizierter“ durch „qualifizierte“ OTC-Derivate mit dem Ziel der Kostenreduzierung. Die Höhe dieser Kosten hängt von der Ausgestaltung der Verordnung durch die ESMA ab.

Folgen für Wachstum und Beschäftigung

Die nicht auszuschließende Überregulierung durch die ESMA würde die Risikoabsicherung nichtfinanzieller Gegenparteien verteuern. Dies bindet Kapital und schränkt die Investitionsfähigkeit und das Wachstum ein.

Juristische Bewertung

Kompetenz

Die Maßnahmen dienen dem Funktionieren des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen. Die einschlägige Kompetenzgrundlage ist daher Art. 114 AEUV.

Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit

Unproblematisch

Vereinbarkeit mit EU-Recht

Unproblematisch

Vereinbarkeit mit deutschem Recht

Die gesamtschuldnerische Haftung von CCP-Mitgliedern im Ausfallfonds ist u.U. mit §7 Abs. 2 VAG unvereinbar.

Zusammenfassung der Bewertung

Die Abwicklung spekulativer OTC-Derivate über zentrale Gegenparteien (CCP) kann die Finanzmarktstabilität erhöhen. Solange die systemische Gefahr von Zins- und Wechselkursderivaten nicht nachgewiesen ist, sollten nur Credit Default Swaps (CDS) so abgewickelt werden müssen. Es ist fraglich, ob eine nicht willkürliche Unterscheidung zwischen spekulativen OTC-Derivaten und solchen zur Risikoabsicherung überhaupt möglich ist. Angesichts der vielen ungeklärten Fragen sollte die Kommission ihren Bericht über die Systemrelevanz von OTC-Derivaten nicht erst 2014 vorgelegt werden.