

**DE**

**DE**

**DE**



KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

Brüssel, den 20.10.2009  
KOM(2009) 563 endgültig

**MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN  
RAT, DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS-UND SOZIALAUSSCHUSS, DEN  
AUSSCHUSS DER REGIONEN UND  
DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**

**Gewährleistung effizienter, sicherer und solider Derivatemärkte: Künftige politische  
Maßnahmen**

**MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN  
RAT, DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS-UND SOZIALAUSSCHUSS, DEN  
AUSSCHUSS DER REGIONEN UND  
DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**

**Gewährleistung effizienter, sicherer und solider Derivatemärkte: Künftige politische  
Maßnahmen**

**(Text von Bedeutung für den EWR)**

**1. EINLEITUNG**

Derivate spielen eine nützliche Rolle für die Volkswirtschaft: Sie können genutzt werden, um die mit der Wirtschaftstätigkeit verbundenen Risiken (in vollem Umfang oder zum Teil) von risikoscheuen auf risikobereite Wirtschaftsteilnehmer zu transferieren. Doch haben sie auch zu den Finanzmarkturbulenzen beigetragen, indem sie die zunehmende Nutzung von Hebeleffekten zugelassen und zu immer größeren Abhängigkeiten zwischen den Marktteilnehmern geführt haben, eine Tatsache, die wegen der mangelnden Transparenz der Märkte, an denen die Transaktionen im Wesentlichen außerbörslich (over-the-counter/OTC) abgewickelt werden, unbemerkt blieb. Schon im Juli dieses Jahres zeigte die Kommission vier ergänzende Instrumente auf, um die negativen Auswirkungen der OTC-Derivatemärkte auf die Finanzmarktstabilität zu verringern: i) weitere Standardisierung von Kontrakten, ii) Verwendung von Transaktionsregistern, iii) stärkere Inanspruchnahme zentraler Gegenpartei-Clearingstellen (Central Counter-party clearing houses, CCP) und iv) verstärkter Rückgriff auf organisierte Handelsplätze<sup>1</sup>. Die vorgeschlagenen Instrumente wurden einer Konsultation aller Beteiligten unterworfen und auf einer hochrangigen Konferenz am 25. September 2009<sup>2</sup> erörtert.

Diese Mitteilung untersucht der Reihe nach die Hauptschwachstellen der derzeitigen Organisation der Derivatemärkte, und zwar sowohl für außerbörslich als auch für an organisierten Handelsplätzen gehandelte Derivate. Sie umreißt die politischen Maßnahmen, die die Kommission für 2010 plant, um diese Probleme anzugehen und damit der Notwendigkeit größerer Stabilität und Transparenz auf diesen Märkten Rechnung zu tragen, wie sie im de Larosière-Bericht, in den Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom Juni 2009 und von der G20 anerkannt wurde. Sämtliche legislativen und sonstigen Vorschläge, mit denen die nachstehend dargelegten politischen Leitlinien umgesetzt werden sollen, werden einer angemessenen Folgenabschätzung unterzogen.

---

<sup>1</sup> Mitteilung der Kommission „Gewährleistung effizienter, sicherer und solider Derivatemärkte“, (KOM(2009) 332 endgültig, Arbeitspapier der Kommissionsdienststellen SEK(2009) 905 endgültig und Konsultationspapier SEK(2009) 914 endgültig.

<sup>2</sup> Die zu der Konsultation eingegangenen Antworten, die Zusammenfassung der Stellungnahmen der Beteiligten sowie eine Zusammenfassung der Konferenz und der Konferenzbeiträge sind auf folgender Website der Kommission abrufbar:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2009/derivatives\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/derivatives_en.htm)

## 2. GRUNDSÄTZLICHER ANSATZ

Die Kommission vertritt die Auffassung, dass ein Paradigmenwechsel vollzogen werden muss weg von der traditionellen Sichtweise, wonach Derivate nur einen geringen Regelungsbedarf haben, weil sie von Fachleuten verwendet werden, hin zu einem Ansatz, bei dem das rechtliche Regelwerk die Märkte in die Lage versetzt, die Risiken korrekt zu bewerten. Im Ergebnis werden die Derivatemärkte durch die vorgeschlagenen Maßnahmen von bisher vorwiegend bilateralen (OTC) auf stärker zentralisierte Clearing- und Transaktionsprozesse umgestellt.

Die verschiedenen Marktsegmente für Derivate unterscheiden sich insbesondere in Bezug auf Risiken, Funktionsweise und Marktteilnehmer. Grundsätzlich ist die Kommission der Ansicht, dass es einer globalen Derivatepolitik bedarf, um zu verhindern, dass sich Marktteilnehmer Unterschiede in den Regelungen zunutze machen (regulatorische Arbitrage). Wo es gerechtfertigt ist, werden die Politikvorschläge jedoch den spezifischen Merkmalen der jeweiligen Anlageklassen und Kontrakte sowie den Eigenheiten der Marktteilnehmer Rechnung tragen, wobei zudem ein angemessenes Gleichgewicht zwischen Finanz- und Nichtfinanzinstituten hergestellt wird. Gleichzeitig wird die Kommission den besonderen Eigenschaften bestimmter Rohstoffmärkte, beispielsweise des Strom- und des Gasmarktes, Rechnung tragen, die aufgrund ihrer physischen Marktstruktur einen Sonderfall darstellen. Mit Rücksicht auf die Risikomerkmale der verschiedenen Marktsegmente hat die Kommission als Erstes die Credit Default Swaps (CDS) in Angriff genommen<sup>3</sup>.

### 2.1. Internationale Zusammenarbeit

Der Derivatemarkt ist ein globaler Markt, und regulatorische Arbitrage muss ausgeschlossen werden. Um eine zuverlässige und konvergente internationale Regulierung zu gewährleisten, richten sich die nachstehenden Vorschläge an dem Ziel aus, das im Rahmen des G20-Treffens am 25. September 2009, bei dem eine Verbesserung der OTC-Derivatemärkte gefordert wurde, umrissen wurde<sup>4</sup>. Um zu gewährleisten, dass diese Politikmaßnahmen weltweit kohärent umgesetzt werden, beabsichtigt die Kommission, die technischen Einzelheiten gemeinsam mit ihren G20-Partnern, dem Rat für Finanzstabilität und insbesondere mit den USA, die ebenfalls mit der Erarbeitung eines neuen Konzepts für Derivatemärkte begonnen haben, weiterzuentwickeln.

### 2.2. Nichtfinanzinstitute

Die Aufgabe des Finanzsystems besteht darin, Spareinlagen für Investitionen zur Verfügung zu stellen und dadurch auch eine größere Risikostreuung zu gewährleisten. Daher haben Nichtfinanzinstitute ein vitales Interesse an einem stabilen Finanzsystem. Insoweit Nichtfinanzinstitute sich den Schutz eines Finanzunternehmens erkaufen und dadurch ihre Risiken in das Finanzsystem transferiert haben, haben sie im Allgemeinen von der

---

<sup>3</sup> Pressemitteilung der Kommission „Ein wichtiger Beitrag zur Finanzstabilität: Europäischer Markt für Credit Default Swaps (CDS) wird sicherer“, IP/09/1215, 31. Juli 2009.

<sup>4</sup> „Alle standardisierten OTC-Derivate sollten gegebenenfalls an Börsen oder elektronischen Handelsplattformen gehandelt und bis spätestens Ende 2012 über eine zentrale Gegenpartei abgewickelt werden. OTC-Derivatekontrakte sollten an Transaktionsregister gemeldet werden. Für nicht zentral abgewickelte Kontrakte sollten höhere Kapitalanforderungen gelten. Wir fordern den FSB und seine maßgeblichen Mitglieder auf, regelmäßig die Umsetzung zu beurteilen und zu bewerten, ob sie ausreichend ist, um die Transparenz der Derivatemärkte zu verbessern, die Systemrisiken abzuschwächen und gegen Marktmissbrauch zu schützen.“

Unterbewertung des Risikos im Vorfeld der Krise profitiert. Durch den starken Rückgang der Wirtschaftstätigkeit sind jedoch auch sie der Finanzkrise zum Opfer gefallen. Somit sind Nichtfinanzinstitute Teil des durch Derivatkontrakte entstandenen Netzes gegenseitiger Abhängigkeit und würden als solche von den vorstehend skizzierten Politikmaßnahmen zur Verringerung des Gegenparteiausfallrisikos und Erhöhung der Transparenz profitieren.

Die Kommission erkennt an, dass Derivaten eine zentrale Rolle bei der Absicherung der Risiken aus der normalen Geschäftstätigkeit zufällt. Während die Absicherung in erster Linie über nicht kundenspezifische/standardisierte Derivate erfolgen sollte, werden maßgeschneiderte Derivate auch weiterhin vonnöten sein. Daher will die Kommission weder die wirtschaftliche Ausgestaltung von Derivatkontrakten einschränken noch die Verwendung kundenspezifischer Kontrakte untersagen oder sie für Nichtfinanzinstitute übermäßig teuer machen. Doch müssen die Preise bei der Allokation von Ressourcen wieder eine Rolle spielen: Der Preis von Derivaten sollte das Systemrisiko, das sie in sich bergen, angemessen widerspiegeln, um zu vermeiden, dass diese Risiken letztendlich auf die Steuerzahler abgewälzt werden. Eine derartige Stärkung der finanziellen Stabilität würde die Wahrscheinlichkeit schwerer Wirtschaftskrisen künftig verringern und Europa auf einen nachhaltigeren Wachstumspfad führen.

Die Kosten der Stärkung der Marktinfrastruktur für OTC-Derivate sollten nicht vom Steuerzahler getragen werden, sondern von denjenigen, die aus der Verwendung von Derivaten wirtschaftlichen Nutzen ziehen. Diese Kosten werden zum größeren Teil von Finanzunternehmen getragen werden, dürften jedoch zum Teil auch Nichtfinanzinstituten zufallen. Allerdings dürften sich die Kosten allmählich verringern: Je stärker auf zentrale Marktinfrastrukturen zurückgegriffen wird, desto geringer werden die Kosten für den einzelnen Nutzer, da Netzeffekte ins Spiel kommen. Außerdem dürfte der nichtfinanzielle Unternehmenssektor Hauptnutznießer der in Abschnitt 5 dargelegten Vorschläge zur Transparenz sein.

Die Kommission wird vor der abschließenden Formulierung ihrer Vorschläge Folgenabschätzungen durchführen. Diese werden alle Aussagen der Beteiligten zu Kosten und Nutzen der nachstehend ausgeführten politischen Leitlinien berücksichtigen, um sie zu den Risiken für die Steuerzahler ins Verhältnis zu setzen, wobei anerkannt wird, dass die meisten Nichtfinanzinstitute nicht systemrelevant sind.

Zwecks Förderung der Wettbewerbsfähigkeit und des Wachstums der europäischen Industrie, wird die Kommission bestrebt sein sicherzustellen, dass Nichtfinanzinstitute durch jedwede Option für die zukünftige Politik in die Lage versetzt werden, die mit ihren Geschäften verbundenen Risiken zu steuern.

Das übergeordnete Ziel eines sichereren Derivatemarktes sollte jedoch nicht durch Regulierungslücken unterminiert werden.

### **3. GEGENPARTEIAUSFALLRISIKO**

Die Krise hat unter anderem gezeigt, dass die Marktteilnehmer das Gegenparteiausfallrisiko nicht korrekt bewertet haben. Dieses Risiko wird durch das Clearing verringert. Das Clearing kann entweder bilateral zwischen den beiden Gegenparteien oder auf einer zentralen Marktebene durch eine zentrale Gegenpartei (central counterparty, CCP) erfolgen, wobei eine angemessene Besicherung gegeben ist. Die nachstehenden Vorschläge zielen deshalb auf eine

verstärkte Nutzung des Derivate-Clearing sowohl auf der zentralen als auch auf der bilateralen Ebene ab.

### 3.1. Zentrales Clearing: Sicherheit und Solidität

Die Kommission sieht im CCP-Clearing das wichtigste Instrument zur Bewältigung des Gegenparteiausfallrisikos, und diese Ansicht wird von der G20 geteilt. Derzeit erbringen die CCP ihre Dienstleistungen auf europäischer Ebene, während die Regulierung nach wie vor auf nationaler Ebene erfolgt, da es keine gemeinschaftsrechtlichen Regelungen für CCP gibt<sup>5</sup>. Die Empfehlungen von ESCB und CESR<sup>6</sup> haben zwar einen Prozess der Annäherung nationaler Konzepte in Gang gesetzt, sind jedoch nicht bindend. In Anbetracht der Systemrelevanz der CCP beabsichtigt die Kommission, Rechtsvorschriften zur Regelung ihrer Tätigkeiten vorzuschlagen, um alle Unterschiede zwischen den nationalen Rechtsvorschriften zu beseitigen und Sicherheit, Solidität sowie eine ordnungsgemäße Führung sicherzustellen. In ihrer Mitteilung vom 3. Juli 2009 hat die Kommission auch angemerkt, dass vor dem Hintergrund regulatorischer, aufsichtlicher und geld- bzw. währungspolitischer Überlegungen zahlreiche Gründe dafür sprechen, das CCP-Clearing in Europa anzusiedeln. Zwar sind schon heute viele CCP in der EU ansässig, doch wird die Errichtung eines eindeutigen regulatorischen und aufsichtlichen Rahmens dies wesentlich verstärken.

CCP erbringen Dienstleistungen für verschiedene Anlageklassen, seien es Baranleihen, festverzinsliche Instrumente oder Derivate (börsennotiert oder außerbörslich gehandelt). Daher wäre es inkohärent, Rechtsvorschriften zu erarbeiten, die sich auf ihre Tätigkeiten in nur einer Anlageklasse beziehen. Vielmehr wird der anstehende Legislativvorschlag zu CCP dieselbe Palette von Finanzinstrumenten abdecken wie die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID), um eine gewisse Kohärenz in der gesamten Wertschöpfungskette zu erreichen und Regulierungslücken zu vermeiden. Daher wird die Kommission Rechtsvorschriften zur Regelung der Tätigkeiten der CCP vorschlagen, die folgende zentrale Anforderungen festlegen:

- (1) **Geschäftsgebaren und Governance** (z.B. Maßnahmen zur Handhabung von Interessenkonflikten, Zugang, Transparenz von Risiken und Verfahren, Geschäftskontinuität sowie Mindestanforderungen an Kompetenzen und Kenntnisse).
- (2) Vorschriften um sicherzustellen, dass die CCP keine laxen **Normen für das Risikomanagement** anwenden. Dazu kann es erforderlich werden, dass die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (European Securities Markets Authority, ESMA) in Anwendung der im Basisrechtsakt vorgesehenen Vorschriften technische Standards erarbeitet, um sicherzustellen, dass die CCP-Teilnehmer entsprechend der derzeit vom Baseler Ausschuss ausgearbeiteten Regelung in den Genuss möglichst geringer gesetzlicher Kapitalanforderungen für das Gegenparteiausfallrisiko zentral abgewickelter Kontrakte kommen. In Anbetracht ihrer zentralen Rolle im

---

<sup>5</sup> Bisher ist die Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen (Settlement Finality Directive, SFD) die einzige Rechtsvorschrift der Gemeinschaft im Bereich Sicherheit und Solidität von CCP. Zwar ist sie wichtig, da sie verhindert, dass die Auswirkungen des Ausfalls eines CCP-Teilnehmers auf die anderen Teilnehmer durchschlagen, doch handelt es sich um ein Krisenmanagementinstrument, nicht jedoch um ein umfassendes Instrument, das alle Aspekte der CCP-Aktivitäten abdeckt, und ist daher unzureichend, um ihre Sicherheit und Solidität zu gewährleisten.

<sup>6</sup> Europäisches System der Zentralbanken (European System of Central Banks) bzw. Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators, ).

Risikomanagement sollten die CCP angemessenen Eigenkapitalanforderungen unterliegen.

- (3) **Rechtlicher Schutz für Sicherheiten und Positionen**, die von Kunden der CCP-Mitglieder bereitgestellt werden, um ein breites Spektrum von Marktteilnehmern darin zu bestärken, das zentrale Clearing zu nutzen. Die Vorschriften sollten die getrennte Verwahrung von Vermögenswerten und die Übertragbarkeit der Vermögenswerte und Positionen von Kunden sicherstellen.
- (4) Eine **Zulassung** gemäß diesem Vorschlag wird die CCP berechtigen, ihre Dienstleistungen in allen Mitgliedstaaten zu erbringen. Zur Vermeidung von Doppelprüfungen und zur Stärkung des gegenseitigen Vertrauens zwischen den Behörden sollte nach Ansicht der Kommission die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) den CCP die EU-weite Zulassung erteilen. Um eine angemessene laufende Beaufsichtigung auf EU-Ebene zu gewährleisten, strebt die Kommission eine adäquate Zuständigkeitsverteilung zwischen der ESMA und den nationalen Aufsichtsbehörden an. Dies schließt eventuell die Möglichkeit ein, der ESMA in Anbetracht des besonderen Charakters und der europaweiten Tätigkeit der CCP die Befugnis zur unmittelbaren Beaufsichtigung zu gewähren. Alternativ könnte es in Anerkennung der sich unter Umständen ergebenden Verpflichtungen oder Eventualverbindlichkeiten angebracht sein, innerhalb der ESMA ein Kollegium der Aufsichtsbehörden der unmittelbar betroffenen Mitgliedstaaten mit der laufenden Beaufsichtigung zu betrauen.
- (5) Die ESMA sollte die Kommission ferner bei der Ausarbeitung von Beschlüssen zur **Anerkennung von CCP aus Drittländern**, die einer vergleichbaren umfassenden Beaufsichtigung und Regulierung unterliegen, unterstützen, um die Prüfung von Anträgen von Drittlandsdienstleistern auf Marktzugang unter aufsichtsrechtlichen Gesichtspunkten zu erleichtern.

### 3.2. Besicherung im bilateralen Clearing

Idealerweise sollten alle Derivate zentral abgewickelt werden, doch in der Realität sind nicht alle hierfür geeignet. Einige Produkte mögen zu kundenspezifisch sein, während andere für ein zentrales Clearing vielleicht nicht liquide genug sind. Solche Kontrakte werden auch in Zukunft bilateral abgewickelt, wobei die Gegenparteien zur Deckung ihres Risikos Sicherheiten austauschen. Derzeit ist der Umfang der Besicherung jedoch zu gering und entspricht nicht dem Risiko, das der bilateral abgewickelte Derivatehandel für das Finanzsystem darstellt, wenn er eine kritische Masse erreicht. Finanzunternehmen müssen über mehr Sicherheiten zur Deckung ihres Kreditrisikos verfügen.

Die Kommission wird Rechtsvorschriften vorschlagen, die die Finanzunternehmen (z.B. Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Investmentverwaltungsgesellschaften) dazu verpflichten, den Ersteinschuss (der sich aus den Eigenschaften der Gegenpartei ableitet) und die Schwankungsmarge (die Veränderung des Werts eines Kontrakts) zu veröffentlichen. Dadurch würde auch ein Anreiz zur Nutzung des zentralen Clearing geschaffen, da dieses die wirtschaftlichen Vorteile verringern würde, die mit der Hinterlegung von im Verhältnis zu den strengen Sicherheitenanforderungen der CCP zu geringen Sicherheiten verbunden sind.

Solange kein Ausfall eintritt, hat der Austausch von Sicherheiten keinerlei Auswirkungen auf das Nettoeinkommen einer Rechtsperson. Derivatennutzer, die keine Finanzunternehmen sind,

sind jedoch möglicherweise nicht bereit, Barsicherheiten für die Schwankungsmarge zur Verfügung zu stellen, da dies ihre Liquidität schmälern könnte. Ihr finanzieller Kontrahent würde dadurch einem Kreditrisiko ausgesetzt, das er mit seinem Kunden regeln muss. Die Anforderungen an die Schwankungsmarge sollten, sofern für Nichtfinanzunternehmen erforderlich, so gestaltet sein, dass sie diesen Unternehmen – und insbesondere denjenigen, deren Derivatennutzung unter einer bestimmten Schwelle liegt – nicht die Möglichkeit nehmen, Derivate für den Risikotransfer zu nutzen. Durch die Sonderbehandlung von Nichtfinanzunternehmen könnten allerdings Regulierungslücken entstehen, die Finanzunternehmen die Möglichkeit der regulatorischen Arbitrage eröffnen würden. Etwaige Ausnahmeregelungen sollten so konzipiert sein, dass jegliche Missbrauchsmöglichkeit ausgeschlossen ist.

### **3.3. Eigenkapitalanforderungen im bilateralen Clearing**

In ihrer Mitteilung vom Juli hatte die Kommission die Möglichkeit ins Auge gefasst, nicht zentral abgewickelte Kontrakte höheren Eigenkapitalanforderungen zu unterwerfen. Mit dem G20-Treffen in Pittsburgh ist dies nun zu einem international anerkannten Grundsatz geworden. Höhere Eigenkapitalanforderungen würden das mit solchen Kontrakten für das Finanzsystem verbundene höhere Risiko widerspiegeln. Da sich die Eigenkapitalunterlegung durch einen bilateralen Austausch von Sicherheiten und bilaterales Netting vermindert, würde dieser Ansatz den Anreiz für die Marktteilnehmer erhöhen, eine breitere Produktpalette dem zentralen Clearing zu unterwerfen. Die Kommission wird daher sicherstellen, dass in den Vorschriften angemessen zwischen den geringeren Gegenparteiausfallrisiken von zentral abgewickelten und den höheren Gegenparteiausfallrisiken von bilateralen abgewickelten Kontrakten unterschieden wird. Dies lässt sich am besten dadurch erreichen, dass die in der Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive - CRD)<sup>7</sup> enthaltenen Eigenkapitalanforderungen stärker nach zentral und bilateral abgewickelten Kontrakten differenziert werden.

Diese Änderungen sollten mit dem Ansatz vereinbar sein, den der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, das globale Forum für internationale Eigenkapitalvorschriften für Banken, verfolgt, so dass Wettbewerbsverzerrungen ausgeschlossen und die Möglichkeiten der regulatorischen Arbitrage begrenzt werden. Die Kommission wird mit ihren Partnern zusammenarbeiten, um den Abschluss einer Vereinbarung zu erreichen, und ihr Möglichstes tun, um im Jahr 2010 den vorstehenden Ausführungen entsprechende Änderungen der Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive, CRD) vorschlagen zu können.

### **3.4. Obligatorisches zentrales Clearing**

Neben den Eigenkapitalanforderungen für nicht zentral abgewickelte Produkte beabsichtigt die Kommission, im Einklang mit der G20-Erklärung ein obligatorisches CCP-Clearing für alle standardisierten Derivate vorzuschlagen. Bei der detaillierten Ausarbeitung der Vorschläge wird die Kommission mit ihren G20-Partnern, insbesondere den USA, zusammenarbeiten, um ehrgeizige Lösungen für die im Rahmen der Umsetzung dieser Anforderung auftretenden praktischen Probleme zu erzielen. In diesem Zusammenhang gilt es u.a. festzulegen, welche Kontrakte für die Zwecke des zentralen Clearing als standardisiert betrachtet werden können. Standardisierte Kontrakte sollten Standard werden, doch sollten

---

<sup>7</sup> Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14 Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (ABl. L 177 vom 30.6.2006, S. 1).

auch nicht standardisierte Kontrakte einer strengeren Beaufsichtigung durch die Aufsichtsbehörden unterworfen werden.

#### **4. OPERATIONELLES RISIKO**

Als operationelles Risiko gilt das Risiko von Verlusten, die durch unangemessene oder unzuverlässige interne Verfahren oder durch externe Ereignisse verursacht werden, einschließlich Rechtsrisiken. Der Markt hat versucht, das operationelle Risiko zu verringern. So sind beispielsweise aus der Marktpraxis für einen beträchtlichen Teil des Derivatemarktes gesetzliche Standarddokumentationen entstanden. Darüber hinaus sind die Marktteilnehmer nach und nach zur elektronischen Verarbeitung der Transaktionen übergegangen. Diese laufenden Bemühungen dürften durch die verbindlich vorgeschriebene Verwendung von Datenregistern und stärkere Inanspruchnahme des zentralen Clearing noch verstärkt werden. Sie werden in einer weiteren Standardisierung von Kontrakten im Bereich der elektronischen Bearbeitung und der rechtlichen Bestimmungen führen (ohne die wirtschaftlichen Bedingungen der Verträge zu ändern), was seinerseits das zentrale Clearing vereinfachen wird.

Die Kommission vertritt dennoch die Auffassung, dass die Anstrengungen des Sektors zur Verringerung der operationellen Risiken verstärkt werden sollten. Daher beabsichtigt sie zu untersuchen, ob der in der Eigenkapitalrichtlinie bezüglich des operationellen Risikos verfolgte Ansatz umgestaltet werden sollte, um die Standardisierung von Verträgen und die elektronische Verarbeitung voranzutreiben.

Darüber hinaus ist ein verstärktes gemeinsames Vorgehen der Marktteilnehmer erforderlich. Daher wird die Kommission, gestützt auf die Ergebnisse der Arbeitsgruppe Derivate, für die Standardisierung der rechtlichen Bestimmungen und der Verfahren ehrgeizige europäische Ziele mit festen Fristen festlegen, und gleichzeitig dafür sorgen, dass die weltweiten Bemühungen den europäischen Besonderheiten Rechnung tragen und somit auch Europa voll zugute kommen.

#### **5. TRANSPARENZ**

Die außerbörslichen Derivatemarkte haben ganz offensichtlich unter der mangelnden Transparenz der Preise, Transaktionen und Positionen gelitten. Der Mangel an Transparenz für die Regulierungsbehörden und den Markt war je nach Zeitpunkt und Produkt nicht immer gleich stark ausgeprägt, hat diese Behörden jedoch ganz allgemein an einer effizienten Beaufsichtigung der Derivatemarkte unter den Aspekten Systemrisiko und Marktmissbrauch gehindert. Den Marktteilnehmern hat er den Zugang zu verlässlichen Preisen, die Beurteilung der Risiken, die Einschätzung von Positionen und die Kontrolle der bestmöglichen Ausführung erschwert.

##### **5.1. Register zur Erfassung von Transaktionen**

Die für die Bereiche Systemrisiken und Finanzdienstleistungen zuständigen Regulierungsbehörden müssen einen umfassenden Überblick über den Derivatemarkt haben. Daher sollte verbindlich vorgeschrieben werden, alle Transaktionen an zentrale Register zu melden. Diese Einrichtungen können Informationen zu an einer Börse getätigten oder über eine CCP abgewickelten Transaktionen unmittelbar an die Regulierungsbehörden übermitteln. Die Kommission wird Rechtsvorschriften zur Regelung der Transaktionsregister sowie der neuen Meldepflichten für die Marktteilnehmer vorschlagen.

Transaktionsregister werden in der neuen Marktstruktur eine zentrale Rolle spielen. Daher sollten sie reguliert werden, um sicherzustellen, dass sie sicher, solide und effizient geführt werden. Die Rechtsvorschriften sollten einen gemeinsamen rechtlichen Rahmen für die Handhabung der Transaktionsregister liefern und u.a. Zulassungs-/Registrierungsanforderungen, Registerzugang und -teilnahme, Datenoffenlegung, Datenqualität und -aktualität, Datenzugang, Datensicherung, Rechtssicherheit registrierter Kontrakte, Governance und Zuverlässigkeit des Registers regeln<sup>8</sup>.

Die Kommission ist der Ansicht, dass die ESMA für die Genehmigung und Überwachung von Transaktionsregistern zuständig sein sollte, da diese ihre Dienstleistungen auf europäischer respektive weltweiter Ebene anbieten. Außerdem sollte die ESMA die Führung von Drittlands-Registern in der EU genehmigen, nachdem die Kommission unter aufsichtsrechtlichen Aspekten die Äquivalenz des jeweiligen Regulierungsrahmens festgestellt hat. Im Gegenzug sollte die ESMA sicherstellen, dass die europäischen Regulierungsbehörden uneingeschränkten Zugang zu allen globalen Informationen erhalten. Sollte ein solcher Zugang nicht gewährleistet sein, so würde die Kommission die Einrichtung und den Betrieb von in Europa ansässigen Transaktionsregistern anregen. Somit wird die ESMA letztlich als Portal zur Verbreitung von Informationen zu Derivaten unter den nationalen Finanzaufsichtsbehörden sowie unter den sektorspezifischen Regulierungsbehörden fungieren<sup>9</sup>.

## **5.2. Handel an organisierten Märkten**

Die G20 hat vereinbart, dass „alle standardisierten OTC-Derivatkontrakte gegebenenfalls über die Börsen oder elektronische Handelsplattformen gehandelt werden sollen“. In der EU impliziert dies, sicherzustellen, dass Transaktionen, die über die Börse abgewickelt werden können, an organisierten Handelsplätzen erfolgen, wie sie in der MiFID definiert sind<sup>10</sup>. Fast alle Derivatebörsen nutzen eine zentrale Gegenpartei. Würde der Handel über Börsen in das zentrale Clearing einbezogen, so würden die Transaktionen ihren bilateralen Charakter verlieren, was in deutlich sichtbaren Preisen, Volumina und offenen Interessen resultieren und den Marktzugang erleichtern würde.

## **5.3. Transparenz vor und nach Handelsabschluss**

Der Handel an organisierten Handelsplätzen muss von einer Stärkung der einschlägigen Vorschriften insbesondere im Bereich Transparenz des Handels begleitet werden. Die Harmonisierung der Vor- und Nachhandelstransparenzanforderungen für die Veröffentlichung der an den verschiedenen organisierten Handelsplätzen getätigten Geschäfte sowie der jeweiligen Preise und Mengen muss sorgfältig geprüft werden, auch im Fall der OTC-Märkte.

---

<sup>8</sup> Eine Initiative mit diesem Ziel wurde von der Arbeitsgruppe OTC Derivatives Regulators Forum angestoßen.

<sup>9</sup> An einigen Waren- und Rohstoffbörsen (z.B. Strom und Gas) besteht eine besondere Notwendigkeit, die Interdependenz von Spot- und Derivatmärkten zu untersuchen. Die Funktion der ESMA als Portal wird sicherstellen, dass jedes Register nur einer Regulierungsbehörde untersteht, was für eine effiziente Arbeit wichtig ist. Damit wird auch gewährleistet, dass sektorspezifische Regulierungsbehörden die benötigten Informationen über eine geeignete Ansprechstelle erhalten. Da mit der Pflicht zur Einrichtung von Transaktionsregistern in erster Linie das Ziel verfolgt wird, finanzielle Stabilität zu gewährleisten, könnten die Aufsichtsstrukturen für die Kassamärkte der Rohstoffe anders konzipiert werden.

<sup>10</sup> Geregelter Markt, Multilaterales Handelssystem (Multilateral Trading Facility – MTF) oder systematischer Internalisierer.

Sie wird von zentraler Bedeutung sein, um Regulierungslücken bei Handelsplätzen zu vermeiden und sicherzustellen, dass die Derivate voll gedeckt sind. Auf diese Aspekte wird anlässlich der Überarbeitung der MiFID im Jahr 2010 näher eingegangen werden.

Die erweiterten Transparenzpflichten werden gemessen werden müssen, um etwaige übermäßige negative Rückwirkungen auf die Liquidität und unverhältnismäßig hohe Verwaltungskosten zu verringern.

Darüber hinaus haben die Staats- und Regierungschefs der G20 vereinbart, „die Regulierung, Funktionsweise und Transparenz der Finanz- und Warenmärkte zu verbessern und gegen übermäßige Schwankungen der Rohstoffpreise vorzugehen“. Die Finanzmarktregulierung wird im Rahmen der Maßnahmen, die dafür sorgen sollen, dass die EU-Märkte für Agrarivate ihren ursprünglichen Zweck behalten, nämlich als Preisfeststellungs- und Hedginginstrumente zu fungieren, um die Volatilität der Preise einzudämmen, geändert<sup>11</sup>. Diese Maßnahmen werden parallel zu den Transparenzanforderungen für alle Derivatemärkte (und möglicherweise auch für andere Non-Equity Markets) eingeführt, und zwar im Rahmen der Überarbeitung der MiFID.

Für die Strom- und Gasmärkte der EU wird die Kommission 2010 im Rahmen eines umfassenden Maßnahmenpakets zur Förderung der Integrität der Märkte Vorschläge vorlegen, um die Veröffentlichung von Großhandelstransaktionen auch in Spotmärkten zu gewährleisten und so die Preisfeststellung und den Marktzugang zu verbessern und das Vertrauen der Öffentlichkeit zu stärken<sup>12</sup>.

## **6. MARKTINTEGRITÄT UND BEAUFSICHTIGUNG**

Entsprechend den Schlussfolgerungen der G20 sind in der EU bereits verschiedene Maßnahmen zur Erhöhung der Marktintegrität in den Derivatemärkten eingeleitet worden.

Im Rahmen der für 2010 vorgesehenen Überarbeitung der Marktmissbrauchsrichtlinie sollen die einschlägigen Bestimmungen im Hinblick auf eine umfassende Berücksichtigung der Derivatemärkte erweitert werden. Die europäischen Wertpapierregulierungsbehörden schreiben zunehmend Transaktionsberichte für OTC-Derivate vor. Im Rahmen der Angleichung der Vorschriften für den physischen und finanziellen Handel in Energiemärkten ist ein maßgeschneiderter Vorschlag für eine Beaufsichtigung der Strom- und Gasmärkte auf EU-Ebene geplant, der die Transparenz und Integrität des Marktes gewährleistet. Gleichmaßen wird die Kommission bis Ende 2010 prüfen, ob der Markt für Emissionszertifikate hinreichend vor Insidergeschäften oder Marktmanipulation geschützt ist, und gegebenenfalls Vorschläge unterbreiten, um diesen Schutz zu gewährleisten<sup>13</sup>. Außerdem ist für den Derivatehandel im Agrarbereich ein umfassenderes Transaktions- und Positionsreporting an die Finanzaufsichtsbehörden vorgesehen.

---

<sup>11</sup> Die Kommission beabsichtigt, sich in der ausstehenden Mitteilung über die Verbesserung der Funktionsweise der Lebensmittelversorgungskette in Europa intensiver mit diesen Fragen auseinanderzusetzen.

<sup>12</sup> Im Januar 2009 wurde der Kommission vom Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) und von der Gruppe der europäischen Regulierungsbehörden für Elektrizität und Erdgas (ERGEG) empfohlen, im Rahmen der Bemühungen zur Verbesserung des Marktzutritts und der Preisfeststellung spezifische Vereinbarungen über die Transparenz im Strom- und Erdgashandel zu entwickeln.

<sup>13</sup> Artikel 12 Absatz 1 Buchstabe a der Richtlinie 2003/87/EG in der geänderten Fassung.

Im Rahmen der Überarbeitung der MiFID werden auch die Arbeiten an Ausnahmeregelungen für bestimmte Unternehmen abgeschlossen, die mit Rohstoffderivaten handeln. Die Vorschriften der MiFID, einschließlich Zulassung und operationelle Anforderungen, Berichterstattung und Wohlverhaltensregeln, gelten für diese Unternehmen nicht. Die Ergebnisse der Konsultationen<sup>14</sup> sowie auch die jüngsten Entwicklungen, die eine Einbeziehung aller wesentlichen Marktteilnehmer in die Finanzmarktregulierung verlangen, werden bei der Ausarbeitung der Schlussfolgerungen berücksichtigt werden.

Schließlich beabsichtigt die Kommission, Vorschriften vorzuschlagen, um den Regulierungsbehörden die Möglichkeit zu geben, Positionen zu limitieren, um unangemessenen Preisschwankungen bzw. Konzentrationen spekulativer Positionen entgegenzuwirken<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> Siehe beispielsweise die Ratschläge des Ausschuss der europäischen Bankaufsichtsbehörden und des Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (<http://www.cesr.eu/index.php?docid=5306>) sowie der Expertengruppe Europäische Wertpapiermärkte (European Securities Markets Expert Group).

<sup>15</sup> ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/commodity\\_derivatives\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/commodity_derivatives_en.pdf))  
Siehe Fußnote 11.

## 7. ZUSAMMENFASSUNG

Die Kommission vertritt die Auffassung, dass mit diesen Maßnahmen ein Paradigmenwechsel weg von der traditionellen Sichtweise, wonach Derivate nur einen geringen Regelungsbedarf haben, weil sie von Fachleuten verwendet werden, hin zu einem Ansatz erreicht wird, bei dem das rechtliche Regelwerk die Märkte in die Lage versetzt, die Risiken korrekt zu bewerten. Der grundsätzliche Ansatz wird mögliche Regulierungslücken und regulatorische Arbitrage begrenzen.

Die vorstehend skizzierten konkreten politischen Maßnahmen sind in nachstehender Tabelle zusammengefasst. Die Kommission wird nun durch Einleitung von Folgenabschätzungen mit der Ausarbeitung der Rechtsvorschriften beginnen, um 2010 ein ehrgeiziges Regelwerk zur Derivateregulierung vorzulegen. Bei der abschließenden Formulierung ihrer Vorschläge wird die Kommission eng mit allen Beteiligten in der EU sowie mit ihren internationalen Partnern zusammenarbeiten. Nur durch gemeinsames Handeln werden wir die Grundlagen für wirklich effiziente, sichere und solide Derivatemärkte legen.

### Künftige politische Maßnahmen zur Gewährleistung effizienter, sicherer und gesunder Derivatemärkte

Ziel	Vorgeschlagene Maßnahmen	Zeitpunkt
Verringerung des Gegenparteiausfallrisikos durch Ausweitung des Clearing	(1) Rechtsvorschriften über die Anforderungen an CCP, wie: <ul style="list-style-type: none"> <li>(a) Sicherheitsanforderungen (z.B. Geschäftsgebaren, Governance, Risikomanagement, rechtlicher Schutz für Sicherheiten und Positionen)</li> <li>(b) Zulassung /Entzug der Zulassung und Beaufsichtigung von CCP</li> <li>(c) Pflicht zum CCP-Clearing bei standardisierten Derivaten</li> </ul>	Mitte 2010
	(2) Änderung der CRD, um: <ul style="list-style-type: none"> <li>(a) Finanzunternehmen zur Veröffentlichung des Ersteinschusses und der Schwankungsmarge zu verpflichten</li> <li>(b) die Eigenkapitalanforderungen für zentral über CCP und nicht zentral abgewickelte Kontrakte erheblich zu differenzieren</li> </ul>	Ende 2010
Verringerung des operationellen Risikos durch Standardisierung	(3) Prüfung einer Umgestaltung des in der CRD bezüglich des operationellen Risikos verfolgten Ansatzes, um die Standardisierung von Verträgen und die elektronische Verarbeitung voranzutreiben	Ende 2010
	(4) Zusammenarbeit mit der Branche, um rechtliche Bestimmungen und Verfahren stärker zu standardisieren	eingeleitet
Erhöhung der Transparenz durch Transaktionsregister	(5) Rechtsvorschriften über Transaktionsregister: <ul style="list-style-type: none"> <li>(a) Regulierung von Transaktionsregistern</li> <li>(b) Pflicht zur Meldung der Transaktion von OTC-Derivaten</li> </ul>	Mitte 2010

	an Transaktionsregister		
Erhöhung der Transparenz der Transaktionen	(6)	Änderung der MiFID, um festzuschreiben, dass Transaktions- und Positionsreporting in enger Abstimmung mit CCP und Transaktionsregistern entwickelt werden müssen	Ende 2010
	(7)	Einbeziehung der Verpflichtung, standardisierte Kontrakte an organisierten Handelsplätzen zu handeln, in die MiFID	
	(8)	Förderung der Transparenz von Transaktionen und Preisen an den verschiedenen Handelsplätzen und OTC-Märkten ggf. durch Aufnahme entsprechender Vorschriften in die MiFID	
	(9)	Abschluss der Überprüfung der Ausnahmeregelungen der MiFID für auf das Rohstoffgeschäft spezialisierte Unternehmen	
Stärkung der Marktintegrität	(10)	Einbeziehung von OTC-Derivaten in die MAD	Ende 2010
	(11)	Erweiterung der MiFID um Vorschriften, mit denen die Regulierungsbehörden zur Limitierung von Positionen ermächtigt werden	