

Derivate-Clearing nach dem Brexit

Kurz- und mittelfristige Prioritäten der EU

Dr. Bert Van Roosebeke



- Aus Gründen der Finanzstabilität schreibt die EMIR-Verordnung Finanz- und bestimmten anderen Unternehmen das Clearing von Derivaten bei zentralen Gegenparteien (CCPs) vor. Es erfolgt derzeit vor allem bei LCH.Clearnet in London. Das Vereinigte Königreich tritt am 29. März 2019 aus der EU aus.
- Bei einem weichen Brexit sollte die EU das CCP-Clearing in London für eine möglichst kurze Dauer durch eine einseitige Erklärung weiterhin ermöglichen. Schnellstmöglich sollte diese durch eine Gleichwertigkeitsentscheidung für LCH.Clearnet nach der geplanten EMIR-2.2-Verordnung ersetzt werden.
- Bei einem harten Brexit will die EU-Kommission zu Recht schnell eine Gleichwertigkeitsentscheidung zugunsten von LCH.Clearnet treffen. Falls dies länger dauert, sollte sie aber auch bei einem harten Brexit eine einseitige Erklärung abgeben, die für EU-Unternehmen das CCP-Clearing in London ermöglicht.
- Die EU sollte zur Steuerung der Gefahren für die Finanzmarktstabilität eine zentralisierte EU-Aufsicht über CCPs schaffen. Bei der Restrukturierung und Abwicklung von CCPs muss eine enge Zusammenarbeit mit den Bankenaufsichts- und Abwicklungsbehörden der Eurozone sichergestellt werden.
- Eine europäische Aufsicht hat keine vollumfänglichen Durchgriffsmöglichkeiten über systemrelevante CCPs, die nicht in der EU ansässig sind. Daher gibt es gute Gründe, von LCH.Clearnet einen Sitz in der EU zu verlangen.

1 Clearing: Hintergrund

Aufgrund der EMIR-Verordnung (European Market Infrastructure Regulation¹, s. [cepAnalyse](#)) ist der Handel mit einer Reihe von außerbörslich gehandelten Derivaten („OTC-Derivate“) in der EU clearingpflichtig.² Die Pflicht greift für Zinsderivate (sukzessive seit Juni 2016³) und bestimmte Kreditderivate (Credit Default Swaps, CDS, sukzessive seit Februar 2017⁴) die zwischen finanziellen Gegenparteien (etwa Banken oder Versicherungen) gehandelt werden. Sie gilt ab Dezember 2018 auch für den Handel mit oder zwischen nicht-finanziellen Gegenparteien (counterparties), wenn deren Derivate-Volumen eine Clearingschwelle überschreitet.

Das Clearing der Derivate muss nach der EMIR-Verordnung grundsätzlich bei einer zentralen Gegenpartei (central counterparty, CCP) stattfinden, die ihren Sitz in der EU hat oder hier anerkannt wurde. CCPs sind Unternehmen, die zwischen die Gegenparteien eines Geschäfts mit Derivaten treten und die Risiken für die Gegenparteien reduzieren. Sie fungieren für den Käufer als Verkäufer und für den Verkäufer als Käufer. Beispiele für CCPs sind die Eurex Clearing AG in Frankfurt und LCH.Clearnet in London.

Der Mehrwert des Clearings bei zentralen Gegenparteien ist für die Finanzmarktstabilität unbestritten; das Verrechnen vieler Positionen („netting“) und das zentrale Risikomanagement der CCPs verringern das Kreditrisiko. Allerdings sind die CCPs nicht zuletzt durch ihre regulatorische Aufwertung zu systemrelevanten Finanzmarktakteuren geworden. Zur Konzentration von Risiken bei CCPs kommt erschwerend hinzu, dass Clearing aufgrund großer Skaleneffekte einen Markt mit nur sehr wenigen Anbietern darstellt.

Zuletzt hat die EU-Kommission drei Änderungen der EMIR-Verordnung vorgeschlagen, die derzeit im Europäischen Parlament und im Ministerrat verhandelt werden:

- Im November 2016, wenige Monate nach dem Brexit-Referendum, legte sie einen Verordnungsvorschlag vor, mit dem die EMIR-Vorschriften zur Sanierung und Abwicklung von CCPs geändert werden sollen.⁵
- Anfang Mai 2017 schlug sie einige Erleichterungen bei den Clearingpflichten vor (sog. EMIR 2.1).⁶
- Direkt auf den Brexit bezogen ist ihr Vorschlag vom Juni 2017 für Regeln über den künftigen Umgang mit Drittstaaten-CCP (sog. EMIR 2.2).⁷

¹ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister.

² Die Pflicht geht auf den Beschluss der Staats- und Regierungschef der G20 als Reaktion auf die Finanzkrise zurück (Pittsburgh Gipfelerklärung, September 2009).

³ Delegierte Verordnung (EU) 2015/2205 der Kommission vom 6. August 2015 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Clearingpflicht.

⁴ Delegierte Verordnung (EU) 2016/592 der Kommission vom 1. März 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Clearingpflicht.

⁵ Vorschlag COM(2016) 856 vom 28. November 2016 für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über einen Rahmen für die Sanierung und Abwicklung zentraler Gegenparteien und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1095/2010, (EU) Nr. 648/2012 und (EU) 2015/2365.

⁶ Vorschlag COM(2017) 208 vom 4. Mai 2017 für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 in Bezug auf die Clearingpflicht, die Aussetzung der Clearingpflicht, die Meldepflichten, die Risikominderungstechniken für nicht durch eine zentrale Gegenpartei geclearte OTC-Derivatekontrakte, die Registrierung und Beaufsichtigung von Transaktionsregistern und die Anforderungen an Transaktionsregister.

⁷ Vorschlag COM(2017) 331 für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde) sowie der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 hinsichtlich der für die Zulassung von zentralen Gegenparteien anwendbaren Verfahren und zuständigen Behörden und der Anforderungen für die Anerkennung zentraler Gegenparteien aus Drittstaaten.

Parallel wird auch über Änderungen der Verordnungen zu den EU-Finanzaufsichtsbehörden verhandelt („ESA-Review“).⁸ Im CCP-Kontext ist insbesondere die Frage relevant, welche Gremien in der ESMA künftig Aufsichtsentscheidungen treffen.

2 Clearing post-Brexit

Ein wesentlicher Teil der finanziellen Gegenparteien in der EU erfüllt derzeit seine EMIR-Clearingpflichten durch Clearing in London. 97% der auf Euro lautenden Zinsderivate werden in London bei LCH Ltd. geleast.⁹ Die Europäische Zentralbank (EZB) verlangte im Juli 2011, dass größere CCPs einen Standort innerhalb der Eurozone nachweisen.¹⁰ Der dagegen gerichteten Klage des Vereinigten Königreichs gab der Europäische Gerichtshof statt.¹¹ Nach Urteil des Gerichts verfügt die EZB nicht über die Befugnis, die Tätigkeit von zentralen Gegenparteien zu regulieren. Als Reaktion darauf empfahl die EZB eine Änderung der ESZB-Satzung, welche ihre Befugnisse auch auf die Regulierung von CCPs ausweiten soll.^{12,13} Über diesen Vorschlag wird derzeit im Europäischen Parlament und im Rat beraten. Er ist Teil des Gesamtpakets zur Klärung der Aufsichtsbefugnisse über CCPs.

Wird der Brexit am 29. März 2019 vollzogen, wird das Vereinigte Königreich zu einem „Drittstaat“. Finanz- und Nicht-Finanz-Unternehmen mit Sitz in der EU können ihre Clearingpflichten daher ab Ende März 2019 nicht ohne Weiteres in London erfüllen. Denn die EMIR-Verordnung verlangt grundsätzlich ein Clearing bei einer in der EU zugelassenen zentralen Gegenpartei.

In diesem cepAdhoc wird analysiert, wie die EU nach dem Brexit mit dieser Thematik umgehen sollte. Wir unterscheiden dabei zwischen zwei Szenarien:

- **Weicher Brexit:** Bis Ende März 2019 tritt ein Austrittsabkommen in Kraft.¹⁴ Dieses Abkommen soll enthalten: Eine Einigung zu den Ausstiegskosten, zu den Rechten der Bürger jeweils im Vereinigten Königreich und in der EU sowie eine Auffanglösung (Backstop), falls eine spätere Lösung für einen friktionsfreien Handel zwischen der Republik Irland und Nordirland nicht gefunden werden kann. Nach dem Brexit am 29. März 2019 folgt in diesem Fall eine Übergangsphase, voraussichtlich bis Ende 2020. In der Übergangsphase verbleibt das Vereinigte Königreich im Binnenmarkt und respektiert weiterhin das EU-Recht. Vorstellbar erscheint diese Übergangsphase auch, wenn man sich ohne ein bereits in Kraft getretenes Abkommen auf sie politisch verständigt.
- **Harter Brexit:** Bis zum 29. März 2019 tritt kein Austrittsabkommen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich in Kraft und man verständigt sich auch politisch nicht darauf. In diesem Szenario erfolgt der „regellose“ Brexit am 29. März 2019.

⁸ Vgl. die cepAnalysen zur [EBA](#), [EIOPA](#) und [ESMA](#) und die [cepStudie zum ESA-Review](#).

⁹ Folgenabschätzung der Kommission, SWD (2017) 246 vom 13. Juni 2017, S. 48.

¹⁰ EZB Rahmen für die Überwachungspolitik des Eurosystems (Eurosystem Oversight Policy Framework), pp. 9-10, 5. Juli 2011

¹¹ EuGH [T-496/11 (UK v. EZB)], Urteil vom 4. März 2015.

¹² Empfehlung der EZB für einen Beschluss des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung des Artikels 22 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, EZB/2017/18 von 23. Juni 2017.

¹³ Die Satzung der EZB hat Primärrechtsrang. Einige Artikel der Satzung, darunter auch Art. 22, können nach Art. 129 Abs. 3 AEUV im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren auf Empfehlung der EZB oder der Kommission geändert werden.

¹⁴ Um in Kraft treten zu können, muss das Austrittsabkommen rechtzeitig ratifiziert werden. Auf Seite der EU müssen das Europäische Parlament und der Europäische Rat (mit 20 Mitgliedstaaten, die 65% der Bevölkerung der EU27 repräsentieren) zustimmen. Auf britischer Seite muss das House of Commons zustimmen.

Abhängig davon, ob der Brexit hart oder weich wird, stellt sich drittens früher (im Falle eines harten Brexits) oder später (ab 2021 im Falle eines weichen Brexits) die Frage der

- Ausgestaltung der **künftigen Beziehungen** zwischen der EU-27 und dem Vereinigten Königreich als Drittstaat.

3 Kurzfristige Priorität: Clearingfähigkeit sicherstellen

Die EU hat zur Wahrung der Finanzmarktstabilität ein Eigeninteresse daran, die Clearingfähigkeit europäischer Gegenparteien auch nach dem Brexit aufrecht zu erhalten. Kurzfristig wird dies ohne Nutzung des Clearingstandortes London nicht möglich sein. Im Folgenden wird dargestellt, wie diese Clearingfähigkeit mit bestehenden und kommenden Drittstaatenregelungen (3.1) und mit kurzfristigen sekundärrechtlichen Änderungen („quick fix“, 3.2) sichergestellt werden kann. Wir sprechen Empfehlungen aus, wie diese Instrumente bei einem weichen bzw. harten Brexit angewandt werden sollten (3.3). Die Alternative, nach dem Brexit die Clearingpflicht für bestimmte OTC-Derivate auszusetzen, gefährdet die Finanzmarktstabilität und ist daher abzulehnen.

Beide Brexit-Szenarien setzen zur Wahrung der Clearingfähigkeit politische Beschlüsse der EU voraus. Das gilt nicht nur für den harten Brexit. Auch bei einem weichen Brexit, in dessen Anschluss das Vereinigte Königreich bis Ende 2020 Teil des EU-Binnenmarktes bleibt, ist eine weitere Nutzung britischer Clearinghäuser durch EU-Unternehmen nicht ohne weiteres möglich.

3.1 Sicherstellung der Clearingfähigkeit durch Auslegung der Drittstaatenregelung

Offen ist, ob zum Zeitpunkt des Brexits noch die bestehende EMIR-Verordnung¹⁵ oder bereits die überarbeitete EMIR-2.2-Verordnung in Kraft sein wird. Das hängt nicht zuletzt davon ab, wie rasch sich die EU-Gesetzgeber über den Text der EMIR 2.2 einigen können. Beide Rechtsakte enthalten eine Drittstaatenregelung, die ein Clearing bei einem Drittstaaten-CCP ermöglicht.

Die bestehende EMIR-Verordnung

Die EMIR-Verordnung erlaubt das Clearing bei CCPs, die nicht in der EU zugelassen sind, wenn die Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) diese anerkannt hat.¹⁶ Voraussetzung für eine solche Anerkennung ist insbesondere, dass die EU-Kommission die Rechts-, Aufsichts- und Durchsetzungsmechanismen des Drittstaates für CCPs als gleichwertig mit denen der EU eingestuft hat und die ESMA „Kooperationsvereinbarungen“ mit der zuständigen Behörde des Drittstaates abgeschlossen hat. Der Umfang dieser Kooperationen ist allerdings begrenzt. Vorgesehen sind der Austausch von Informationen zwischen ESMA und Drittstaatsbehörde und „Verfahren zur Koordinierung der Aufsichtstätigkeiten“.¹⁷ Die Kommission kann bei Nicht-Erfüllung der Anforderungen ihren Gleichwertigkeitsbeschluss jederzeit zurückziehen.¹⁸ Die ESMA kann einer Drittstaaten-CCP die Anerkennung entziehen, wenn die oben genannten Voraussetzungen nicht länger erfüllt sind.¹⁹

¹⁵ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister.

¹⁶ Art. 25 Verordnung (EU) No. 648/2012.

¹⁷ Art. 25 Abs. 7 Verordnung (EU) No. 648/2012.

¹⁸ Art. 13 Abs. 4 Verordnung (EU) No. 648/2012.

¹⁹ Art. 25 Abs. 5 Verordnung (EU) No. 648/2012.

Die neue EMIR-2.2-Verordnung

Die künftige Drittstaatenregelung ist Teil der noch nicht abgeschlossenen Verhandlungen zwischen Rat und Europäischem Parlament über die neuen EMIR 2.2-Verordnung. Aller Voraussicht nach wird sie für kleinere Drittstaaten-CCPs mit derjenigen der bestehenden EMIR-Verordnung vergleichbar sein.

Allerdings kann die ESMA eine CCP aus einem Drittstaat als systemisch relevant einstufen (sog. „Tier 2 CCP“). In einem solchen – für LCH.Clearnet wahrscheinlichen – Fall sind die Anerkennungs Voraussetzungen deutlich strenger.²⁰ Die ESMA kann eine solche CCP nur dann anerkennen, wenn neben der Gleichwertigkeitsentscheidung der Kommission und den Kooperationsvereinbarungen insbesondere folgende Bedingungen erfüllt sind: Die Drittstaaten-CCP

- erfüllt dauerhaft die europäischen organisatorischen, prudentiellen und interoperationellen Anforderungen²¹,
- hat sich verpflichtet, bei der Europäischen Zentralbank²² ein Zentralbankkonto zu eröffnen, und erklärt sich bereit, in Krisenzeiten²³ die liquiditätsunterstützenden Anordnungen der EZB zu befolgen, etwa hinsichtlich Margenerfordernisse oder die Abwicklung von Zahlungen in Zentralbankgeld.²⁴
- muss der ESMA jederzeit Zugang zu ihren Geschäftsräumen gestatten²⁵.

Als letztes Mittel kann die Kommission – auf Empfehlung der ESMA und im Einklang mit der EZB – entscheiden, dass eine Drittstaaten-CCP eine solch hohe systemische Relevanz aufweist, dass selbst die Erfüllung der obigen Auflagen für eine Anerkennung in der EU nicht ausreichen. In diesem Fall kann die CCP ihre Dienstleistungen nur mit einem Sitz in der EU anbieten. Die Kommissionsentscheidung kann eine Übergangsfrist von maximal zwei Jahren vorsehen, während der Dienstleistungen der CCP aus dem Drittstaat heraus weiter angeboten werden können.²⁶

3.2 Sicherstellung der Clearingfähigkeit durch Rechtsänderung („Quick Fix“)

Praktische Probleme könnten die Anwendung der Drittstaatenregeln – der alten oder neuen EMIR-Verordnung – erschweren. Formal ist eine Gleichwertigkeitsentscheidung der Kommission erst nach dem Brexit am 29. März 2019 möglich, weil das Vereinigte Königreich erst dann zu einem Drittstaat wird. Auch kann LCH.Clearnet erst als Anbieter eines Drittstaates von der ESMA in der EU anerkannt werden.

Obwohl die EU die Finanzmarktstabilität wahren möchte, war lange unklar, ob eine solche Gleichwertigkeitsentscheidung – und die anschließende Anerkennung der britischen CCPs – innerhalb einer logischen Sekunde nach dem Brexit getroffen werden kann. Schließlich setzen Entscheidungen über die Gleichwertigkeit von Drittstaatenregeln und über die Anerkennung von Drittstaaten-CCPs eine aufwendige Prüfung voraus, der – strikt gesehen – ein Austritt aus der EU vorausgehen muss.

Die EU-Kommission hat aber am 13. November 2018 große Flexibilität signalisiert: Im Falle eines harten Brexits will sie eine sehr schnelle – wenngleich zeitlich begrenzte – Gleichwertigkeitsentscheidung für das

²⁰ Ausgangslage ist der vorläufige Kompromisstext der Ratspräsidentschaft vom 25. Oktober 2018 (Ratsdokument 13539/18).

²¹ Die CCP kann verlangen, dass die EMSA prüft, ob die Erfüllung von Drittstaatenregeln durch die CCP mit einer Erfüllung der europäischen Anforderungen gleichwertig ist [Art. 25a Kompromisstext des Rates].

²² Oder bei der Notenbank desjenigen EU-Mitgliedstaates, in dessen Währung Finanzinstrumente beim CCP gecleart werden.

²³ Die EZB-Anforderungen müssen der Transmission der Geldpolitik oder dem reibungslosen Funktionieren der Zahlungssysteme dienen [Art. 25 Abs. 2b lit. b (iv) Kompromisstext des Rates].

²⁴ Art. 25 Abs. 2b lit. b Kompromisstext des Rates.

²⁵ Art. 25 Abs. 2b lit. e Kompromisstext des Rates.

²⁶ Art. 25 Abs. 2c Kompromisstext des Rates.

Clearing im Vereinigten Königreich treffen. Darüber hinaus forderte die Kommission britische CCPs, insbesondere LCH.Clearnet, dazu auf, bereits jetzt Anträge auf Anerkennung bei der ESMA einzureichen.²⁷

Falls diese Gleichwertigkeitsentscheidung nicht zustande kommt, kann die Clearingfähigkeit alternativ mit kurzfristigen Rechtsänderungen („quick fix“) sichergestellt werden. In diesem Fall könnte die Zeit zwischen dem Brexit am 29. März 2019 und einer später zu treffenden Gleichwertigkeitsentscheidung der Kommission überbrückt werden, indem die EU durch eine sekundärrechtliche Ausnahme das Clearing im Vereinigten Königreich weiterhin erlaubt. Wahrscheinlich wären in diesem Fall kurzfristige Änderungen („quick fix“) der EMIR-2.1- oder EMIR-2.2-Verordnungen, die derzeit ohnehin noch verhandelt werden.

Um ein Unterlaufen der EMIR-Drittstaatenregelung zu verhindern, hat die EU allerdings ein Interesse darin, diese Ausnahme zeitlich streng zu begrenzen, d.h. ein festes Ablaufdatum für die Ausnahme vorzuschreiben.

3.3 Empfehlungen

Weicher Brexit

Bei einem weichen Brexit bleibt das Vereinigte Königreich bis Ende 2020 Teil des Binnenmarkts und sind Abweichungen vom EU-Recht unwahrscheinlich. Das gilt für prudentielle CCP-Anforderungen sowohl nach der bisherigen als auch nach der neuen EMIR-2.2-Verordnung. Durch die ausstehende Annahme der EMIR-2.2-Verordnung ist davon auszugehen, dass es in der Übergangsphase zu einem neuen Europäischen CCP-Drittstaatregime kommen wird.

Wir schlagen daher vor, dass im direkten Anschluss an einen weichen Brexit Ende März 2019 eine einseitige Erklärung der EU gemäß der bestehenden EMIR-Verordnung erfolgt, welche ein CCP-Clearing im Vereinigten Königreich weiterhin ermöglicht. Mit Inkrafttreten der EMIR-2.2-Verordnung – wohl während der Übergangsphase bis Ende 2020 – würde diese Erklärung ihre Gültigkeit verlieren. Bis dahin sollten die Kommission, das Vereinigte Königreich und LCH.Clearnet Vorbereitungen treffen, um gegebenenfalls eine Gleichwertigkeitsentscheidung unter dem neuen Tier-2-Regime herbeizuführen. Ob es tatsächlich zu einer solchen Entscheidung kommt oder ob von LCH.Clearnet eine Verlegung in die EU verlangt wird, bleibt abzuwarten. Jedenfalls sieht die EMIR-2.2-Verordnung auch im zweiten Fall Übergangslösungen vor. Diese könnten zu Wahrung der Finanzmarktstabilität beitragen, indem Derivate zumindest vorübergehend weiterhin in London gecleart werden dürfen.

Harter Brexit

Auch bei einem harten Brexit ist die EU kurzfristig auf die Dienste Londoner Clearinganbieter angewiesen. Ohne Übergangsabkommen ist das Vereinigte Königreich aber explizit nicht verpflichtet, das EU-Recht – und damit die bestehende und/oder die neue EMIR-Verordnung – anzuwenden. Viele der prudentiellen Anforderungen der EMIR-Verordnungen gehen aber auf internationale Standards zurück, so dass ein fundamentales Abweichen Großbritanniens – schon im Eigeninteresse – nicht zu erwarten ist. Davon scheint auch die Kommission auszugehen: Sie plädiert für eine Gleichwertigkeitsentscheidung und CCP-Anerkennung in direktem Anschluss an den Brexit.²⁸ Falls sich dieses Szenario – etwa mangels Kooperation des Vereinigten Königreichs – in den kommenden Wochen als zunehmend unsicher darstellt, könnte es zur Vermeidung von Verwerfungen am Markt notwendig sein, dass die EU Ende März 2019 eine einseitige Erklärung zur weiteren Nutzung

²⁷ Mitteilung der Kommission, COM(2018) 880, Preparing for the withdrawal of the United Kingdom from the European Union on 30 March 2019: A Contingency Action Plan, p. 8

²⁸ Vgl. Fußnote 27

britischer CCP abgibt. Allerdings sollte diese zeitlich sehr eng befristet sein und möglichst rasch in eine Gleichwertigkeitsentscheidung der Kommission nach der – dann anwendbaren – EMIR-Verordnung münden, die eine umfassende Kooperation vorsieht. Die einseitig erklärte Ausnahme ließe sich mit der Notwendigkeit zur Stabilisierung der Finanzmärkte begründen sowie mit der Tatsache, dass der britische Regelungsrahmen für CCP aufgrund der langjährigen EU-Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs – zumindest derzeit – mit demjenigen der EU vergleichbar wäre.

4 Mittelfristige Priorität: Aufsicht über CCPs zur Sicherung der Finanzmarktstabilität

Auch wenn die EU nach dem Brexit ihre kurzfristige Priorität – die Wahrung der Clearingfähigkeit europäischer Gegenparteien – sichergestellt hat, bleiben wichtige Fragen unbeantwortet, die die Sicherung der Finanzmarktstabilität durch eine effektive Aufsicht über CCPs betreffen. Dies betrifft grundsätzlich die Aufsicht über in der EU ansässige CCPs (4.1). Allerdings tritt eine weitere Herausforderung hinzu, wenn CCPs, die für kontinentale Unternehmen unverzichtbar sind, weiterhin im Vereinigten Königreich angesiedelt sind (4.2).

4.1 Systemrelevante CCPs in der EU

Für die EU stellt sich die Frage, wie sie vermeiden will, dass von in der EU ansässigen CCPs mit einer systemischen Relevanz erhebliche Gefahren für die Finanzmarktstabilität ausgehen. Diese Frage stellt sich, falls sich LCH.Clearnet in der EU ansiedeln sollte oder europäische CCPs sich als Alternative zu LCH.Clearnet etablieren. Nach dem Brexit wird die EU daher zwingend eine konsistente Aufsicht über CCP benötigen, die berücksichtigt, dass Verwerfungen bei einer CCP schwerwiegende Folgen für größere Banken in der gesamten EU haben können.

Vieles spricht für eine zentralisierte europäische Aufsicht, etwa bei der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA). Ob sich diese Ansicht bei den derzeitigen Verhandlungen über den diesbezüglichen Kommissionsvorschlag durchsetzt, scheint derzeit mehr als fraglich.

Jegliche Restrukturierung oder Abwicklung eines europäischen CCPs wird weitreichende Auswirkungen auf die europäischen Banken haben. Auch hier wäre es angebracht, diesen grenzüberschreitenden Auswirkungen mit angemessenen institutionellen Vorkehrungen gerecht zu werden. Erschwerend kommt für die EU hinzu, dass die Bankenaufsicht in der EU zweigeteilt ist: Der Großteil der Banken ist Teil der Bankenunion (der Eurozone), während der Rest dies nicht ist. Zumindest für die Eurozone wäre es überlegenswert, Restrukturierungs- oder Abwicklungsmaßnahmen für CCPs eng mit dem Aufsichts- und Abwicklungsbehörden der Bankenunion, d.h. mit der EZB und dem Bankenabwicklungsmechanismus (SRM) abzustimmen. Ein systemrelevanter EU-CCP müsste daher allgemeinem EU-Recht unterliegen und gleichzeitig sehr eng mit Institutionen zusammenarbeiten, die nur der Eurozone zugerechnet werden können, ohne Finanzteilnehmer aus Nicht-Euro-Staaten zu benachteiligen. Darüber, wie dies bewerkstelligt werden kann, besteht in der EU noch keine Einigkeit.

4.2 Systemrelevante CCPs in London

Eine besondere Herausforderung für die europäische Aufsicht über CCPs kommt – trotz Gleichwertigkeitsentscheidung – hinzu, wenn nach dem Brexit mit LCH.Clearnet ein für sie besonders relevanter CCP in einem Drittstaat angesiedelt bleibt. Das kann durchaus problematisch sein, weil die europäischen Aufsichtsbehörden so letztlich nie über vollumfängliche Durchgriffsrechte verfügen werden. Die EU ist daher bei einem Drittstaaten-CCP in gewisser Weise vom Verhalten der dortigen Aufsichtsbehörde abhängig.

Dabei hat das Vereinigte Königreich nicht zwingend ein Interesse an einer strengen Aufsicht: Eine laxer Aufsicht kann zu komparativen Kostenvorteilen für britische CCPs führen, wenn sie dadurch ihre Dienste zu niedrigeren Preisen als EU-CCPs anbieten können. Die damit einhergehenden Risiken für die Finanzstabilität würden sich in einem Krisenfall aber hauptsächlich in der EU manifestieren, weil die meisten Clearingteilnehmer – in der Regel größere Banken – in der EU niedergelassen sind. Auch bei den konkreten Krisenmaßnahmen (Restrukturierung oder Abwicklung) kann es durchaus Interessenkonflikte zwischen dem Vereinigten Königreich – möglichst geringe Kosten für den heimischen Steuerzahler – und der EU – Finanzmarktstabilität – geben.

In einem Krisenfall ist nicht ausgeschlossen, dass CCPs auf Liquiditätshilfe der Zentralbank angewiesen sind, um Folgeprobleme bei den CCP-Mitgliedern (etwa Forderungsausfälle von Banken) zu vermeiden. Die Genehmigung solcher Hilfe liegt im Ermessen der jeweiligen Zentralbank. Die EZB hat klargestellt, dass es grundsätzlich keinen Automatismus für eine solche Liquiditätsunterstützung gibt.²⁹ Dennoch wäre die Liquiditätsunterstützung durch Zentralbankgeld der EZB in Krisenfällen auch bei Drittstaaten-CCPs durchaus wahrscheinlich, um größere Verwerfungen zu verhindern. Bei Drittstaaten-CCPs hat die EZB aber – im Gegensatz zu EU-CCPs – schon im Vorfeld einer Krise nur sehr geringe Einflussmöglichkeiten, etwa bei den Bedingungen für den Zugang zu Zentralbankgeld. Auch negative Auswirkungen auf ihr geldpolitisches Mandat, etwa über die Störung des Transmissionskanals durch Verwerfungen am Repo-Markt, sind durchaus denkbar.

Es gibt daher gute Gründe, von systemrelevanten CCPs in Drittstaaten – hier: LCH.Clearnet – einen Sitz in der EU zu verlangen.

²⁹ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/genc-2015-escb-reporten.pdf>