



Reform der OTC-Derivatemärkte

Erste erkennbare Wirkungen und offene Fragen

18. September 2013

Autor

Orcun Kaya
+49 69 910-31732
orcun.kaya@db.com

Editor

Bernhard Speyer

Deutsche Bank AG
DB Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management

Ralf Hoffmann | Bernhard Speyer

Regulatorische Reformen der Derivatemärkte sollen die Infrastruktur dieses großen und ökonomisch bedeutsamen Finanzmarktsegments stärken. In den Vereinigten Staaten ist bereits ein Großteil der neuen Swap-Trading Vorschriften in Kraft getreten. Auch in der EU ist der Gesetzgebungsprozess weitgehend abgeschlossen, die Umsetzung steht aber erst 2014 an. Der Dodd-Frank Act und die EMIR weisen zwar hinsichtlich der Umsetzung der G20-Vereinbarungen viele Gemeinsamkeiten auf, es gibt aber durchaus auch Unterschiede, wodurch das Risiko einer regulatorischen Balkanisierung steigt.

Verpflichtendes zentrales Clearing standardisierter Kontrakte, obligatorische Berichterstattung, Besicherung und höhere Kapitalanforderungen für nicht zentral abgewickelte Kontrakte bilden die Eckpfeiler der neuen Marktstruktur. Einige Kernfragen sind allerdings nach wie vor offen: Wie sind standardisierte Derivatekontrakte definiert? Welche Ausnahmen gelten für nichtfinanzielle Unternehmen? Und wie sind grenzüberschreitende Geschäfte zu behandeln? Hierzu sind seitens der Regulierungsbehörden noch Fragen zu klären. Mit Blick auf mögliche systemische Risiken sind der Zugang von CCPs zu Zentralbankliquidität und das Ausmaß an Interoperabilität zwischen diesen Institutionen noch zu beantworten.

Die beschlossenen Maßnahmen haben sich bereits auf die Marktstrukturen und -volumina ausgewirkt. Allerdings ist der erkennbare Volumenrückgang im Derivatemarkt in erster Linie eine Folge der Konsolidierung existierender Kontrakte, der sog. „Trade Compression“. Zwar ist auch eine Verschiebung der Kontraktabwicklung vom bilateralen Clearing zwischen Banken hin zu CCPs erkennbar – in größerem Umfang bei Zinsderivaten und in geringerem Umfang bei CDS –, das Potential für zentrales Clearing ist aber weitaus größer. Dies lässt den Schluss zu, dass die Abwicklung über CCPs für viele Marktteilnehmer nach wie vor unattraktiv ist. Der regulatorische Druck in Richtung Standardisierung scheint bislang wenig Wirkung zu entfalten, und auch Handelsplattformen werden weiterhin nur spärlich genutzt. Die neuen Sicherheitenanforderungen werden Derivategeschäfte für alle Marktteilnehmer verteuern; relativ betrachtet dürften jedoch nichtfinanzielle Unternehmen als Gegenparteien stärker betroffen sein als andere.

Eine beachtenswerte Entwicklung in der Finanzinfrastruktur ist der Konzentrationsprozess bei den CCPs. Einige marktbeherrschende CCPs sind auf das Clearing bestimmter Produkte spezialisiert. Diese Struktur kann Netting-Vorteile bieten, aber auch die Transaktionskosten für die Marktteilnehmer erhöhen und bei Ausfall einer großen CCP systemische Risiken mit sich bringen.

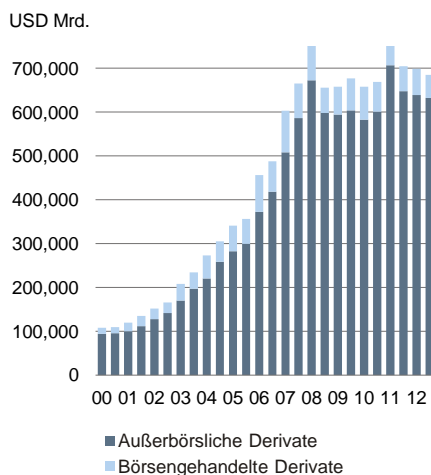


1. Einleitung

Im Zuge der jüngsten Finanzkrise sind auch die Derivatemarkte verstärkt ins Augenmerk der Regulierungsbehörden gerückt – obwohl sie an sich keine unmittelbare Ursache der Finanzkrise waren. Politik und Gesetzgeber kritisieren insbesondere die Intransparenz und Komplexität der Over-the-Counter-(OTC-) Derivatemarkte, die als mögliche Quellen erhöhter Volatilität und systemischer Risiken gelten. Dies steht offensichtlich in starkem Gegensatz zu der – sowohl vor als auch nach der Krise – weit verbreiteten Meinung, dass Derivate ein hilfreiches Absicherungsinstrument für Risiken an den Finanzmärkten ebenso wie für solche in der Realwirtschaft sind.

Nominales Marktvolumen im Derivatemarkt

1



Quelle: BIZ

Einig sind sich beide Seiten darin, dass die Derivatemarkte ein wichtiger und erheblicher Teil des Finanzmarkts sind und allein schon aufgrund ihrer Größe die Aufmerksamkeit sowohl der Aufsichtsbehörden als auch der Marktteilnehmer verdienen. Gerade die Phase vor Ausbruch der Finanzkrise war von einem starken Marktwachstum gekennzeichnet: Mitte 2008 lag der Nominalwert der ausstehenden Derivate-Kontrakte um etwa das Zehnfache höher als zehn Jahre zuvor – in der Spitze bei USD 754 Bill., USD 672 Bill. davon OTC (siehe Grafik 1). Nach den Umwälzungen an den Finanzmärkten hat sich der Nominalwert bei rund USD 700 Bill. stabilisiert. Zum Jahresende 2012 wurde das Gesamtvolumen des Derivatemarktes auf ca. USD 685 Bill. geschätzt. Dies entspricht in etwa dem 9-fachen des weltweiten nominalen BIP und dem 41-fachen des nominalen BIP der EU.

Die Intransparenz, Dimension und Verflechtung des Derivatemarktes sind Anlass für strengere Regulierungen mit dem Ziel, die Stabilität und Widerstandsfähigkeit dieses Marktsegments zu erhöhen. Aus diesem Grund einigten sich die Staats- und Regierungschefs der G20 auf ihrem Gipfeltreffen 2009 in Pittsburgh auf gemeinsame Schritte in diese Richtung. Während die regulatorischen Reformen den Abbau struktureller Schwächen der Derivatemarkte zum Ziel haben, werden sie gleichzeitig jedoch – unter anderem durch die verpflichtende zentrale Abwicklung, Berichterstattung und Besicherung – auch den Charakter dieses Marktsegments grundsätzlich verändern und die Marktteilnehmer zwingen, ihre Praktiken und Geschäftsmodelle zu überdenken. Es scheint daher sinnvoll und an der Zeit, den Status quo des Reformprozesses zu bestimmen und zu analysieren, welche Auswirkungen auf den Markt bereits erkennbar und welche Folgen für die Marktteilnehmer und die Wirtschaft insgesamt absehbar sind.

In der vorliegenden Studie werfen wir deshalb einen genaueren Blick auf den aktuellen Stand der Derivatemarktreformen und analysieren ihre möglichen Auswirkungen. Hierzu fassen wir zunächst die Hauptziele der Reformen zusammen und erläutern im Anschluss die eingeleiteten Maßnahmen. Dabei konzentrieren wir uns insbesondere auf die Kernelemente der neuen Vorschriften in Europa und den Vereinigten Staaten, Unterschiede zwischen den Rechtssystemen und die entscheidenden Punkte der Bestimmungen. Anschließend analysieren wir die bereits erkennbaren Auswirkungen, insbesondere die Veränderungen der Marktvolumina und die Verschiebung des Marktanteils hin zu Central Clearing und börsengehandelten Derivaten. Darüber hinaus untersuchen wir jüngste Entwicklungen in der Besicherung von OTC-Derivaten und beurteilen den Konzentrationsprozess bei den zentralen Gegenparteien (CCPs). Zum Schluss gehen wir auf offene Punkte ein, z.B. die Auswirkungen steigender Kapitalanforderungen und einer Finanztransaktionssteuer (FTT), also ein Szenario eines starken Liquiditätsrückgangs in den Derivatemarkten. Abschließend erörtern wir, inwieweit CCPs zu einer Quelle systemischer Risiken werden könnten.

Um die oben genannte Analyse durchzuführen, gliedert sich die Studie wie folgt: Kapitel 2 erörtert die Ziele der Reformen. Kapitel 3 beinhaltet eine nähere Erläu-



terung der eingeleiteten regulatorischen Maßnahmen. Kapitel 4 analysiert das tatsächliche Volumen des Derivatemarktes, den Anteil der zentral abgewickelten Derivate und die Verschiebung der Marktanteile in Richtung von Handelsplattformen. Außerdem gehen wir in diesem Abschnitt auf die Veränderungen in der Besicherung ein. Kapitel 5 widmet sich den offenen Fragen im Hinblick auf höhere Kapitalanforderungen, Veränderungen im Handelsvolumen und Risiken der Abwicklung über CCPs. In Kapitel 6 ziehen wir ein Fazit.

2. Ziele der Reformen

Die jüngste Finanzkrise hat strukturelle Schwachstellen im OTC-Derivatemarkt offengelegt. Intransparenz in Bezug auf offene Risikopositionen, Mängel im Management von Gegenparteiisiken und mögliche Ansteckungsgefahren durch die Verflechtung der Märkte hatten die systemischen Risiken erhöht und bedrohten damit die Stabilität der internationalen Finanzmärkte. Um diese Schwachstellen zu beseitigen, haben sich die Staats- und Regierungschefs der G20 im Jahr 2009 auf dem Gipfel in Pittsburgh auf regulatorische Maßnahmen zur Reform der Derivatemärkte geeinigt.

Folgende Kernelemente wurden vereinbart:

- Soweit möglich sollen alle standardisierten OTC-Derivate über Börsen oder elektronische Plattformen gehandelt werden.
- Alle standardisierten OTC-Derivate sollen über CCPs abgewickelt werden.
- OTC-Derivatekontrakte sollen an Transaktionsregister (Trade Repositories) gemeldet werden.
- Für nicht zentral abgewickelte Derivatekontrakte sollen höhere Kapitalanforderungen gelten.

Die Umsetzung dieser Reformmaßnahmen in der EU und den Vereinigten Staaten ist von besonderer Bedeutung für die künftige Struktur der globalen Derivatemärkte. Schließlich entfallen rund 80% des globalen Derivategeschäfts auf diese beiden Rechtsräume. Das Financial Stability Board (FSB) wies in seinem jüngsten Fortschrittsbericht zur Reform der Derivatemärkte¹ zudem darauf hin, dass, aufgrund der dominanten Rolle dieser zwei Märkte, viele andere Länder den Abschluss des Gesetzgebungsprozesses und die Umsetzung der Maßnahmen in der EU und den Vereinigten Staaten abwarten, um sich bei ihren eigenen Vorschriften daran zu orientieren.

a) Förderung des Handels über Handelsplattformen

Obwohl spezialisierte Börsenplattformen für Derivate zur Verfügung stehen, übersteigt das Volumen der ausstehenden OTC-Kontrakte mit USD 633 Bill. deutlich das Volumen der börsengehandelten Kontrakte von nur USD 52 Bill. Die Dominanz der OTC-Produkte spiegelt die historischen Ursprünge der Derivatemärkte wider – vor allem aber die Tatsache, dass Nutzer die Flexibilität maßgeschneiderter Kontrakte schätzen, die nur bei OTC-Verträgen gegeben ist.

Ungeachtet der Vorteile bilateraler Kontrakte in puncto Flexibilität und kundenspezifischer Strukturierung betont die G20-Agenda die Vorteile standardisierter Derivatekontrakte und des Derivatehandels über Börsenplattformen. Der Hauptvorteil des Börsenhandels aus Sicht der Befürworter ist, dass organisierte Plattformen Informationsasymmetrien im Markt abbauen, indem sie vor Abschluss des Geschäfts für Transparenz sorgen. Die Bekanntgabe der handelsbezogenen Daten an alle Marktteilnehmer sollte grundsätzlich den Preisbildungsprozess verbessern. Darüber hinaus werden die Preisinformationen automatisch in Echtzeit-Datenbanken erfasst, was den Nutzern die Überwachung der Preis-

¹ Siehe FSB (April 2013).



Reform der OTC-Derivatemärkte

entwicklung und das Management ihrer Derivatepositionen und -risiken erleichtert.

b) Verbesserung der Marktinfrastruktur

Derivate werden von einer Vielzahl von Marktteilnehmern – sowohl Finanzinstituten als auch nichtfinanziellen Unternehmen – genutzt und bieten diesen große Vorteile bei der Steuerung ihrer Risiken. Nichtsdestoweniger hat die Finanzkrise offenbart: Durch das starke Wachstum in den Jahren vor der Krise war die Infrastruktur der Derivatemärkte selbst zu einer Quelle systemischer Risiken geworden. Insbesondere durch den extensiven Handel mit OTC-Kontrakten hatten die Märkte ein eng geflochtenes Netz bilateraler Vertragsbeziehungen zwischen den Marktteilnehmern geschaffen, das nicht nur intransparent geworden war, sondern auch Übertragungskanäle für die Ausbreitung systemischer Schocks implizierte.

Dies unterstrich die Notwendigkeit einer robusten Finanzinfrastruktur, die Ansteckungsrisiken eindämmt. Der dafür weitgehend als richtig erachtete Weg führt über eine Organisation, die sich zwischen die beiden Parteien eines Derivategeschäfts schaltet. Aus diesem Grund fordern die G20 das zentrale Clearing aller standardisierten Derivatekontrakte über CCPs, die das Gegenparteiisiko managen und dafür sorgen, dass rechtzeitig die geforderten Sicherheiten gestellt werden. Die CCPs treten also als Käufer und Verkäufer der gehandelten Derivatekontrakte auf.² So können sie sicherstellen, dass die Kontrakte auch dann erfüllt werden, wenn eine der Vertragsparteien ausfällt; die potenziellen Verluste werden dann mutualisiert. Eine weitere Aufgabe der CCPs ist es, gegenseitige Forderungen und Verbindlichkeiten der Clearingmitglieder zu saldieren und kontinuierlich angemessene Sicherheiten einzufordern. Durch die Meldung der täglichen Handelsdaten schaffen die CCPs zudem Transparenz im Hinblick auf die im OTC-Derivatemarkt abgeschlossenen Kontrakte.

Große CCPs weltweit

2

	Sitz	Kontraktart				
		Zins- derivate	Kredit- derivate	Währungs- derivate	Aktien- derivate	Sonstige*
LCH Clearent Ltd.	GB	x		x		x
ICE Clear Europe	GB		x	x		x
ICE Clear Credit	USA		x			
CME Group	USA	x	x	x	x	
CME Clearing Europe	GB	x				x
Eurex Clearing AG	Deutschland	x	x		x**	
LCH Clearent SA	Frankreich		x			
CDCC	Kanada				x	
NASDAQ OMX Stockholm	Schweden	x				x
SGX Asiaclear	Singapur	x		x		x
Japan Securities Clearing	Japan	x	x			
BM&F Bovespa	Brasilien	x		x	x	x

Quelle: DB Research

*Sonstige umfassen Energie-, Agrar- und Rohstoffderivate

**Aktienderivate-Clearing noch nicht im Angebot

c) Höhere Transparenz

Die Finanzkrise hat noch eine weitere Schwäche im Derivatemarkt aufgedeckt: die begrenzte Verfügbarkeit prompter und verlässlicher Informationen über Brutto- und Nettopositionen sowie Verflechtungen zwischen Marktteilnehmern. Dies

² Siehe Chlistalla (2010) für eine ausführliche Erörterung.



Reform der OTC-Derivatemarkte

Glossar

3

Handel ist der Kauf oder Verkauf von Derivateprodukten wie Optionen, Futures, Swaps etc. Der Derivatehandel unterscheidet sich vom Handel mit anderen Wertpapieren (Anleihen, Aktien) insofern, als er einen intertemporalen Vertrag begründet und somit ein höheres Gegenparteirisiko mit sich bringt.

Unter **Börsenhandel** versteht man den Handel über eine organisierte Plattform. In Europa bedeutet dies den Handel eines Derivatekontrakts an einem organisierten Handelsplatz gemäß Definition in Artikel 4(14) der EU-Richtlinie Nr. 39/2004.

Over-the-Counter-Handel bezeichnet den außerbörslichen Handel, d.h. bilaterale Transaktionen zwischen den Kontraktpartnern.

Clearing ist der Prozess der Übermittlung, Abstimmung und in bestimmten Fällen Bestätigung von Überweisungs- oder Wertpapierübertragungsaufträgen vor der Abrechnung, ggf. einschließlich des Netting von Aufträgen und der Ermittlung der Schlusspositionen für die Abrechnung.

Unter **zentralem Clearing** versteht man die Abwicklung über eine Plattform, die die Minderung von Gegenparteirisiken, das Netting und die Stellung von Sicherheiten koordiniert. Beim zentralen Clearing wickeln die Gegenparteien Transaktionen nicht direkt untereinander ab, sondern über eine CCP. Diese übernimmt die Gegenparteirisiken und legt fortlaufend die Anforderungen an Margins etc. fest.

Ein **Transaktionsregister** ist eine Organisation, die die zentrale Sammlung und Verwaltung der elektronischen Aufzeichnungen von Derivatetransaktionsdaten übernimmt.

Netting ist die vereinbarte Verrechnung gegenseitiger Verpflichtungen der Teilnehmer an einem Clearing- oder Abrechnungssystem.

Quellen: EZB, DB Research

Anforderungen an Initial Margins für nicht zentral abgewickelte Derivate (% des Nominalwerts)

5

Derivate	0-2 Jahre	2-5 Jahre	5+ Jahre
Kredit	2	5	10
Zins	1	2	4
Rohstoff		15	
Aktien		15	
Sonstige		15	

Quelle: BIZ (Februar 2013), Margin requirements for non-centrally cleared derivatives

hat es den Aufsichtsbehörden erschwert, das Aufnehmen übermäßiger Risiken frühzeitig zu erkennen, zu kontrollieren und zu verhindern. Es hat es ihnen auch schwer gemacht, die Wahrscheinlichkeit, die Richtung und das Ausmaß möglicher Ansteckungseffekte zu erkennen, da Verflechtungen zwischen Marktteilnehmern unklar waren. Die Reform sieht deshalb vor, dass alle Derivategeschäfte an Transaktionsregister (TRs), welche die Aktivitäten auf dem Derivate-Markt erfassen, zu melden sind, um die Transparenz des Marktes zu erhöhen und mögliche Risiken für das breitere Finanzsystem aufzudecken.

Nach den neuen Vorschriften sind deshalb sowohl zentral abgewickelte als auch OTC-Derivate an sogenannte TRs zu melden. TRs sind die Rechtsträger zentraler Meldestellen, die Daten zu allen Derivategeschäften sammeln und bereitstellen. Durch die zentrale Erfassung, Speicherung und Bereitstellung der Handelsdaten eignen sich TRs als wirksames Instrument zur Beseitigung der Intransparenz im Derivatemarkt. Sie können den Aufsichtsbehörden detailliertere, umfassendere und zuzuordnende Daten liefern.³ Auf diese Weise würden TRs eine zentrale Rolle bei der Unterstützung der Aufsichtsbehörden in der Marktaufsicht spielen. Mit dem Zugriff auf verlässliche Daten sollten die Behörden überdies besser verhindern können, dass untragbare Risikopositionen aufgebaut werden – wie jene, welche während der Finanzkrise schließlich zum Zusammenbruch oder Beinahe-Kollaps großer Finanzinstitute führten.

Große Transaktionsregister weltweit

4

	Sitz	Kontraktart				
		Zins-derivate	Kredit-derivate	Währungs-derivate	Aktien-derivate	Sonstige*
Bank of Korea	Korea	X	x	x	x	x
BM&F Bovespa	Brasilien	X		x	x	x
CETIP	Brasilien	X		x	x	x
Clearing Corporation of India	Indien	X	x	x		
CME Group	USA	X	x			x
DTCC-DDR	USA	X	x	x	x	x
DTCC-DDRL	GB	X	x		x	
DTCC-Data Repository	Japan	x	x	x	x	
REGIS-TR	Luxemburg	x		x	x	x
ICE Trade Vault	USA		x			x

Quellen: FSB (April, 2013), DB Research

*Sonstige umfassen Energie-, Agrar- und Rohstoffderivate

d) Höhere Kapitalanforderungen für nicht zentral abgewickelte Kontrakte

Auch nach der Einführung des verpflichtenden zentralen Clearings für alle standardisierten Kontrakte wird ein erheblicher Anteil des Derivate-Marktes nicht-standardisiert bleiben und somit von der Clearingpflicht ausgenommen sein. Der IWF geht davon aus, dass ein Viertel der Zinsswaps, ein Drittel der Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps, CDS) und zwei Drittel aller übrigen OTC-Derivate nicht standardisiert sind und somit auch nach Inkrafttreten der neuen Bestimmungen bilateral gehandelt werden.⁴

Vor diesem Hintergrund streben die Regulierungsbehörden an, höhere Kapitalpuffer für mögliche Ausfälle aus nicht über CCPs abgewickelten Kontrakten vorzuschreiben. Zudem wollen sie durch eine Erhöhung der Kosten nicht standardisierter Transaktionen Anreize für den Umstieg auf standardisierte Kontrakte schaffen. Dies könnte sich als umso wichtiger erweisen, da die neuen Sicherheitenanforderungen bei der Abwicklung über CCPs möglicherweise An-

³ Siehe BIZ (April 2013).

⁴ Siehe IWF (April 2010), Kapitel 3.



Reform der OTC-Derivatemärkte

Technische Standards für die EMIR

6

Am 19. Dezember 2012 verabschiedete die Europäische Kommission technische Standards für die Regulierung von OTC-Derivaten, CCPs und Transaktionsregistern, die am 15. März 2013 in Kraft traten.

Kernelemente der technischen Regulierungsstandards:

1) Im Hinblick auf nicht über eine CCP abgewickelte OTC-Derivate: indirekte Clearingvereinbarungen, Clearingpflicht-Verfahren, öffentliches Register, Zugang zu einem Handelsplatz, nichtfinanzielle Gegenparteien und Risikominierungstechniken.

2) Im Hinblick auf CCPs: Eigenkapitalanforderungen, Gewinnrücklagen und sonstige Rücklagen sowie die Form der aufzubewahrenden Aufzeichnungen.

3) Im Hinblick auf TRs: Mindestangaben in den Meldungen an Transaktionsregister, Einzelheiten eines Antrags auf Registrierung als Transaktionsregister, von Transaktionsregistern zu veröffentlichende und zur Verfügung zu stellende Daten, operationelle Standards für die Zusammenstellung und den Vergleich von sowie den Zugang zu Daten.

Quelle: Pressemitteilung der Europäischen Kommission, 19. Dezember 2012

Request-for-Quotes-Vorschrift für Swap-Geschäfte

7

Mit der sogenannten Swap-Execution-Facilities (SEF) Richtlinie legte die CFTC die Mindestanzahl an Preisanfragen fest, die ein Käufer vor Abschluss eines Swap-Geschäfts stellen muss. Ziel der Richtlinie ist es, durch mehr Wettbewerb unter den Anbietern den Preisfindungsprozess zu verbessern. Hierzu legte die CFTC die Zahl der Preisanfragen (Request for Quotes, RFQ) im Jahr 2011 auf fünf fest (RFQ5). Die Marktteilnehmer kritisierten RFQ5 jedoch als unrealistisch hoch für die Swap-Märkte und wandten ein, die Vorschrift werde die Liquidität im Markt auf Kosten aller Marktteilnehmer beeinträchtigen. In einer Marktumfrage der SIFMA im März 2013 äußerten 84% der Befragten die Erwartung, dass RFQ5 die Transaktionskosten erhöhen würde; fast 70% gaben an, sie würden auf andere Märkte ausweichen, sollte RFQ5 in Kraft treten. Unter Berücksichtigung dieser Einwände und Bedenken wurde RFQ5 daraufhin in der Endfassung der SEF-Richtlinie gelockert. Nach den neuen, im Mai 2013 beschlossenen RFQ-Vorschriften müssen Händler vor Abschluss eines Geschäfts nun zwei Preisanfragen stellen.

reize bieten, auf nicht standardisierte Produkte auszuweichen. Aus diesem Grund haben die G20 beschlossen, dass für nicht zentral abgewickelte Kontrakte höhere Kapitalanforderungen gelten sollen (siehe Tabelle 5 für die zuletzt von den Regulierungsbehörden vorgeschlagenen, aber noch nicht bestätigten Anforderungen an Margins). Die höheren Kapitalanforderungen sollen weitere Anreize zur Standardisierung der Kontrakte schaffen und die Verlagerung der Handelsaktivitäten auf Börsen und/oder zentrale Clearingplattformen vorantreiben.

3. Erläuterung der eingeleiteten Maßnahmen

a) Vorschriften für die Derivatemärkte

Vorschriften in Europa

Die Europäische Union setzt die G20-Vereinbarung über die Derivatemärkte im Wesentlichen durch zwei Instrumente um: die Verordnung über die europäische Marktinfrastruktur (EMIR) und die überarbeitete Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID 2). Entsprechend den Empfehlungen der G20 sieht die EMIR eine Meldepflicht für OTC-Derivate vor, eine Clearingpflicht für „geeignete“ OTC-Derivate, Maßnahmen zur Minderung des Gegenpartei-risikos und des operationellen Risikos bei bilateral gehandelten Derivaten, einheitliche Vorschriften für CCPs und TRs sowie Vorschriften für die Herstellung von Interoperabilität zwischen CCPs. Die erste Version der Richtlinie MiFID trat 2007 in Kraft, kurz vor dem Ausbruch der Finanzkrise. Sie sollte einen gemeinsamen europäischen Binnenmarkt und mehr Wettbewerb zwischen den Handelsplattformen schaffen. In Reaktion auf die Vereinbarungen der G20 und die Erkenntnisse aus der Finanzkrise veröffentlichte die Europäische Kommission im Oktober 2011 einen Vorschlag für eine überarbeitete Richtlinie (MiFID 2) und eine ergänzende Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR). MiFID 2 beinhaltet eine Reihe zusätzlicher Anforderungen an die Marktstruktur, Angaben zu Ausnahmen von den Vorschriften, Anforderungen an die Organisation und Geschäftsführung von Investmentfirmen und Handelsplätzen, Angaben zu den Kompetenzen der nationalen Behörden sowie Sanktionen und Vorschriften für Niederlassungen von Marktteilnehmern mit Sitz außerhalb der EU. MiFIR enthält ergänzend dazu Transparenzvorschriften für den Handel. Was die EMIR angeht, so wurde ein erster Gesetzesvorschlag bereits 2010 veröffentlicht, die endgültige Fassung jedoch erst im August 2012 verabschiedet. Seither wurden eine Reihe technischer Umsetzungsstandards festgelegt (siehe Auflistung in Box 6). Am 17. Juni 2013 bestätigte der Europäische Rat ein allgemeines Vorgehen zur Umsetzung der MiFID 2. Das Europäische Parlament wird sich in seiner Plenarsitzung am 9. Dezember 2013 damit befassen. Die Entwicklung und Verabschiedung der Vorschriften für die technische Umsetzung werden sich jedoch noch eine Weile hinziehen, weshalb die Finanzinstitute in Europa mit Entscheidungen über größere Investitionen vorerst abwarten.

Vorschriften in den Vereinigten Staaten

In den Vereinigten Staaten ist die Regulierung und Beaufsichtigung des Derivatemarktes über den Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (DFA) geregelt, der im Juli 2010 verabschiedet wurde.⁵ Diese Reform enthält eine Reihe von Bestimmungen zur Systemaufsicht, zu Anlageberatern und zum OTC-Derivatehandel, die einen besseren Schutz der Nutzer dieser Finanzinstrumente sicherstellen und systemische Risiken verringern sollen. Es

⁵ Siehe Záhres (2011) für eine detaillierte Erörterung.



Reform der OTC-Derivatemarkte

Anforderungen an Margins der CCPs

8

Hauptzweck der CCPs ist es, die Gegenpartei-risiken in den Finanzmärkten zu verringern. Um diese zentrale Aufgabe im Finanzsystem erfüllen zu können, müssen CCPs selbst finanziell gesunde Einrichtungen sein. Sie verlangen deshalb als Mittel zur Reduzierung von Risiken Sicherheitsleistungen in Form von Margins sowie Beiträge zu CCP-Versicherungsfonds, was die Transaktionskosten für die Clearingmitglieder erhöht.

Ohne zentrales Clearing können die bilateralen Kontraktpartner selbst festlegen, ob sie gegenseitig voneinander Sicherheiten fordern; sie können auch die Höhe und Qualität der Sicherheiten verhandeln und die Häufigkeit der Sicherheitszahlungen sowie die Variation Margins und Nachschussforderungen festlegen. Beispielsweise können Zinsswaps theoretisch bilateral gehandelt werden, ohne dass Sicherheiten gestellt werden. Dies ändert sich, wenn Kontrakte über CCPs abgewickelt werden: Alle Clearingmitglieder müssen dann Sicherheiten stellen und zusätzliche Gebühren zahlen, um die Finanzkraft der CCPs zu stärken. Die Höhe der zusätzlichen Kosten, Clearing- und Kontoführungsgebühren kann jedoch je nach CCP schwanken. Der Wettbewerb zwischen den CCPs würde dazu beitragen, die Gebühren niedrig zu halten.

Initial Margins sind Sicherheitsleistungen, die die Kontraktpartner bei Abschluss des Geschäfts hinterlegen müssen.

Variation Margins sind Sicherheitsleistungen, die die Kontraktpartner fortlaufend (täglich) bei Wertveränderungen während der Laufzeit des Kontrakts hinterlegen müssen.

soll unter anderem Risiken im Derivatemarkt reduzieren, seine Transparenz erhöhen und die Marktintegrität im Finanzsystem fördern. Kapitel VII des DFA beinhaltet ein umfassendes neues Regelwerk für Swaps und wertpapierbasierte Swaps; die Festlegung von Definitionen und die Umsetzung der Bestimmungen überlässt es jedoch der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) und der Securities and Exchange Commission (SEC). Laut DFA unterliegen Swap-Geschäfte der Aufsicht durch die CFTC und Aktien-Swap-Geschäfte der Aufsicht durch die SEC; Marktteilnehmer, die in beiden Instrumenten handeln, unterliegen der Aufsicht beider Behörden. Kapitel VII der endgültigen Fassung des DFA definiert Instrumente auf Basis von Zinssätzen oder anderen monetären Sätzen als Swaps, Instrumente auf Basis der Rendite oder des Wertes eines einzelnen Wertpapiers, Kredits oder auf schmaler Basis definierten Wertpapierindex' (Narrow-based Security Index) als wertpapierbasierte Swaps. Bei CDS sind die Zuständigkeiten so geregelt, dass CDS auf einzelne Wertpapiere, Kredite oder Narrow-Based Security Indices unter die Aufsicht der SEC fallen, während CDS auf breite Wertpapierindizes von der CFTC beaufsichtigt werden.

b) Zeitrahmen und wesentliche Unterschiede zwischen den Rechtssystemen

Trotz vieler Gemeinsamkeiten in der Umsetzung der G20-Vereinbarungen weisen EMIR und DFA auch erhebliche Unterschiede auf. Gemein ist beiden das Ziel einer robusteren Finanzinfrastruktur durch das zentrale Clearing standardisierter Derivate, die Meldepflicht für Derivatetransaktionen, verpflichtende Margin- und Kapitalanforderungen für nicht zentral abgewickelte Kontrakte sowie die Möglichkeit von grenzüberschreitendem Clearing durch die Zulassung von nicht im Inland ansässigen CCPs. In den Vereinigten Staaten sind die Vorschriften zum Swap-Handel größtenteils bereits 2013 in Kraft getreten. In der EU ist der Gesetzgebungsprozess weitgehend abgeschlossen, die Umsetzung steht jedoch erst 2014 an (siehe grober Zeitplan in Tabelle 9).

Obwohl sich die Regelwerke in der EU und den USA in weiten Teilen ähneln, gibt es auch erhebliche Unterschiede. Der erste Unterschied ergibt sich bei der unterschiedlichen Behandlung von nichtfinanziellen Unternehmen. In Europa sieht die EMIR Ausnahmen von der Clearingpflicht für nichtfinanzielle Gegenparteien vor, deren Positionen einen bestimmten Schwellenwert nicht übersteigen (siehe nächster Abschnitt zu den Schwellenwerten). In den Vereinigten Staaten hingegen gelten die Bestimmungen des DFA zum Derivatehandel für alle Marktteilnehmer; Ausnahmeregelungen gibt es nur für Endabnehmer, die ein wirtschaftliches Risiko absichern möchten. Ein weiterer Unterschied besteht in der Meldepflicht: Der DFA sieht eine Meldepflicht nur für OTC-Transaktionen vor, während unter der EMIR sowohl außerbörsliche als auch börsengehandelte Derivate meldepflichtig sind. Auch in Bezug auf den Meldezeitpunkt und die meldepflichtige Gegenpartei weichen die Bestimmungen voneinander ab: Was den Zeitpunkt der Meldung angeht, ist die EMIR großzügiger und erlaubt die Meldung am Ende des Tages, während der DFA die Meldung in Echtzeit verlangt. Im Hinblick auf die Meldepflicht ist hingegen der DFA großzügiger. In den Vereinigten Staaten ist die Meldung durch nur eine Gegenpartei (Reporting Counterparty) ausreichend, wohingegen in der EU beide Gegenparteien für die Meldung sämtlicher Derivatetransaktionen verantwortlich sind. Allerdings erlaubt die EMIR eine Delegation der Meldepflicht, wenn die Gegenparteien sicherstellen, dass Derivatetransaktionen nicht doppelt gemeldet werden (d.h. z.B. Banken können Transaktionen im Auftrag von Nicht-Finanzinstituten melden).

Unterschiede gibt es auch in der Behandlung bestimmter Anlagepools. Unter der EMIR sind Pensionsfonds bis August 2015 von der Pflicht zum zentralen Clearing ausgenommen, während unter dem DFA alle qualifizierten Transaktionen der Clearingpflicht unterliegen. Was die Produkte angeht, bezieht das europäische Regelwerk sowohl physisch abgewickelte Rohstoffderivate als auch Aktienoptionen in die Clearingpflicht ein, während der DFA bestimmte physisch



Reform der OTC-Derivatemärkte

Grober Zeitplan		Ende 2012	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	2014
Clearingpflicht							
EU	Endgültige Bestimmungen zur zentralen Clearingpflicht in Art. 4 der EMIR festgelegt	Technische Regulierungsstandards in Kraft (März) und erste Anträge auf Zulassung von CCPs eingereicht	Meldung von OTC-Derivaten zur Vorbereitung auf die Clearingpflicht			Beantragung der Zulassung als CCP (spätestens 15. September)	Zulassung von CCPs durch hierzu befugte nationale Behörden (spätestens 15. März) und Meldung der Clearingpflicht (spätestens 16. März)
USA	Endgültige Bestimmungen zum zentralen Clearing von Swaps durch die CFTC verabschiedet	Clearingpflicht für Zinsswaps- und CDS-Transaktionen (11. März)	Clearingpflicht für Rohstoff-Pools und Privatfonds von Zinsswap- und CDS-Transaktionen (10. Juni)	Clearingpflicht für Unterkonten Dritter, ERISA Plans und alle übrigen Zinsswap- und CDS-Transaktionen (9. September)			
Berichtspflicht							
EU	Endgültige Bestimmungen zur Berichtspflicht in Art. 9 der EMIR festgelegt	Erste Anträge auf Registrierung bei der ESMA von Transaktionsregistern eingereicht				Registrierung eines Transaktionsregisters (frühestens 7. November)	Berichtspflicht für alle übrigen Derivatekategorien (frühestens 12. Februar)
USA	Vorschriften für die Echtzeit-Berichterstattung und Weitergabe von Swap-handels-, Preis- und Volumendaten auf Grundlage von Kap. VII des DFA durch die CFTC und SEC verabschiedet	Berichtspflicht für finanzielle Gegenparteien über Zinsswap- und CDS-Transaktionen	Berichtspflicht für finanzielle Gegenparteien über Transaktionen in allen Derivatekategorien	Berichtspflicht für alle nicht-finanziellen Gegenparteien über Transaktionen in allen Derivatekategorien			

Quellen: ESMA, CFTC, FSB, DB Research

abgewickelte Forward-Kontrakte und Aktienoptionen von der Clearingpflicht ausnimmt. Und schließlich betrachtet der DFA unter gewissen Voraussetzungen unternehmenseigene Finanzunternehmen nicht als Finanzinstitute, sodass sie unter die Ausnahmeregelungen für Endabnehmer fallen, wohingegen die EMIR auch unternehmenseigene Finanzgruppen in die Clearingpflicht einbezieht.

c) Entscheidende Elemente der Regulierung

Standardisierte Kontrakte

Die neuen Vorschriften legen fest, dass nur standardisierte bzw. – nach EU-Sprachgebrauch – „qualifizierte“ Derivatekontrakte der Pflicht zur zentralen Abwicklung über CCPs unterliegen. Offenkundig ist es deshalb wichtig, genau zu definieren, was ein standardisierter Kontrakt ist. Allgemein gesagt gelten börsengehandelte Derivatekontrakte als standardisiert, wenn sie zumindest folgende ausdrücklich festgelegte einheitliche Merkmale besitzen: Art des Derivats, Betrag, Liefertermin (sowie – bei physisch abgewickelten Kontrakten – Lieferort) und Laufzeit.



Die präzise Definition, was standardisierte bzw. qualifizierte Kontrakte sind, bestimmt somit automatisch, welcher Umfang an Transaktionen verpflichtend über CCPs abzuwickeln ist. Es gilt also abzuwägen zwischen den Vorteilen einer höheren Systemstabilität durch einen größeren Anteil an zentral abgewickelten Kontrakten und den Vorteilen, die nicht standardisierte, maßgeschneiderte Derivate den Kunden in puncto Flexibilität und Absicherung kommerzieller Risiken bieten. Aus Sicht der Derivatekunden sind die Vorteile standardisierter Kontrakte möglicherweise zu vernachlässigen, verglichen damit, welche Bedeutung die Absicherung konkreter kommerzieller Risiken aus dem zugrunde liegenden Geschäft für sie hat. Es kann also sein, dass das Gesamtrisiko für Unternehmen steigt, wenn sie gezwungen werden, ihre Risiken entweder mit standardisierten Produkten oder gar nicht abzusichern. Allgemeiner betrachtet, sollten weitere Faktoren wie die Handelsfrequenz und die Flexibilität der Kontrakte in der Diskussion über die Standardisierung mit berücksichtigt werden.

Obwohl die Definition von standardisierten Kontrakten eine zentrale Rolle im neuen Regelwerk spielt und obwohl bereits in erheblichem Umfang regulatorische und technische Ausführungen zu diesem Thema vorliegen, fehlt bislang eine klare Definition, nach der die Marktteilnehmer problemlos einen standardisierten von einem nicht standardisierten Kontrakt unterscheiden können. Bis jetzt wurden nicht mehr als einige grundlegende Unterscheidungsmerkmale festgelegt.

In Europa sieht die EMIR zwei verschiedene Ansätze vor, nach denen festgelegt wird, welche Derivatekategorien der Clearingpflicht unterliegen: einen Bottom-up- und einen Top-down-Ansatz. Im Bottom-up-Ansatz, der in Artikel 5(2) der EMIR beschrieben ist, erfolgt die Festlegung danach, welche Kategorien bereits durch zugelassene und anerkannte CCPs abgewickelt werden. Im Top-down-Ansatz, der in Artikel 5(3) der EMIR beschrieben ist, kann die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) auf eigene Initiative Derivatekategorien festlegen, für die bislang noch keine CCP eine Zulassung erhalten hat, die aber dennoch der Clearing-Pflicht unterliegen sollen.⁶ Bei der Festlegung der Kriterien für die Clearingpflicht⁷ berücksichtigt die ESMA, ob die Vertragsbedingungen der jeweiligen Derivatekategorie gängige Rechtsdokumente umfassen, wie Master-Netting-Agreements, Definitionen, Standardbedingungen und Bestätigungen, die die üblicherweise von Gegenparteien vereinbarten Kontraktsspezifikationen darlegen; sie berücksichtigt auch, ob die Prozesse der Nachhandelsabwicklung für die jeweilige OTC-Derivatekategorie automatisiert sind und ob Ereignisse während der Vertragslaufzeit einheitlich und nach einem weithin zwischen den Gegenparteien vereinbarten Zeitplan gehandhabt werden. Wie im Diskussionspapier Nr. 925/2013 der ESMA dargelegt, könnten zwischen der Mitteilung der ESMA über die Zulassung einer OTC-Derivatekategorie und dem Eintritt der Clearingpflicht für diese Kategorie 9 bis 16 Monate vergehen.

In den Vereinigten Staaten beginnt der Standardisierungsprozess mit der Festlegung der endgültigen Regeln durch die CFTC, nach denen ein Designated Contract Market (DCM) oder eine Swap Execution Facility (SEF) Swaps zum Handel als standardisierte Kontrakte, für welche zentrales Clearing obligatorisch ist, freigeben. Daraufhin reicht der DCM/SEF gemäß Artikel 40.5 und 40.6 der CFTC-Bestimmungen seinen Beschluss über freiwillige Zulassung oder Selbst-Zertifizierung einer Swapkategorie ein, die er 1) zum Handel anbietet und 2) gemäß Artikel 39.5 der Bestimmungen der CFTC dann der Clearingpflicht unterliegt.

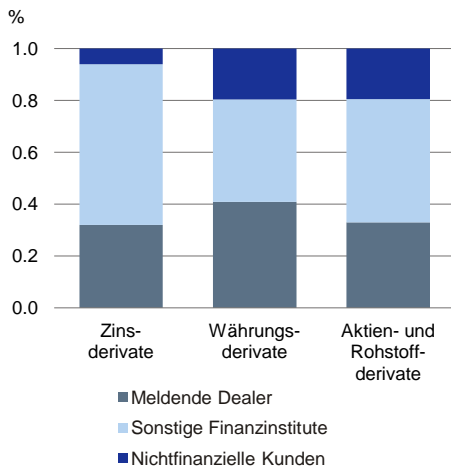
⁶ Siehe ESMA 2013/925, Abschnitt 1. Procedure for the determination of the classes of OTC derivatives to be subject to the clearing obligation.

⁷ Siehe ESMA 2012/648, Kapitel IV. Criteria for the determination of the classes of OTC derivative contracts subject to central clearing obligation.



Reform der OTC-Derivatemarkte

OTC-Derivate nach Gegenparteien **10**



Quellen: BIZ, DB Research

Clearingschwellen für nichtfinanzielle Gegenparteien (Bruttonominalwert) **11**

Kontraktart	Betrag EUR
Kreditderivate	1 Mrd.
Aktienderivate	1 Mrd.
Zinsderivate	3 Mrd.
Währungsderivate	3 Mrd.
Rohstoffderivate	3 Mrd.

Quelle: ESMA 2012/600

Berechnung der Nominalbeträge gemäß ESMA-Definition **12**

Bei Optionen, Differenzkontrakten und Rohstoffderivaten, die in Einheiten wie Barrel oder Tonnen gehandelt werden, ist der Nominalbetrag der Referenzwert, aus dem sich die vertraglich festgelegte Zahlung im Derivatemarkt ableitet bzw. der Wert des Basiswerts laut dem bei Vertragsbeginn gültigen Preis.

Bei Kontrakten, deren Preis erst zum Zeitpunkt der Abrechnung feststeht, sollte der Nominalbetrag anhand des Preises des Basiswerts zum Zeitpunkt der Berechnung der Positionen in OTC-Derivaten, die zum Abgleich mit den Clearingschwellen herangezogen werden, berechnet werden

Bei Kontrakten, deren Nominalbetrag im Zeitablauf schwankt, ist der Nominalwert zum Zeitpunkt der Berechnung der Positionen in OTC-Derivaten die zum Abgleich mit den Clearingschwellen herangezogen werden, zugrunde zu legen.

Quelle: ESMA 2013/685

Ausnahmen für nichtfinanzielle Unternehmen (NFUs)

Nichtfinanzielle Unternehmen sind mit rund 20% am Handel mit Devisen-, Aktien- und Rohstoffderivaten und mit rund 6% am Handel mit Zinsderivaten beteiligt (siehe Grafik 10). Sie nutzen Derivate im Allgemeinen zur Absicherung von Risiken aus ihren zugrunde liegenden Geschäftsaktivitäten – mit dem Ziel, die Wahrscheinlichkeit finanzieller Risiken zu verringern und Ertragschwankungen zu minimieren.⁸ Das Hedging mit Derivaten wird sich für nichtfinanzielle Gegenparteien durch die Reformen voraussichtlich verteuern. Grund dafür sind die neuen Anforderungen an die Besicherung zentral abgewickelter Kontrakte, welche bislang kaum (oder gar nicht) besichert werden. Die Frage, inwieweit NFUs von den Reformen betroffen sein werden, ist deshalb von großer Bedeutung für die Realwirtschaft. In Reaktion auf einige der von NFUs geäußerten Bedenken, sehen sowohl die EMIR als auch der DFA gewisse Ausnahmen für nichtfinanzielle Endabnehmer vor.

Gleichwohl können die Aktivitäten von NFUs im Derivatemarkt beträchtlich sein, sodass einige NFUs und Rohstoffhändler sogar Systemrelevanz erlangen. Es gibt also gute Argumente, die dafür sprechen, NFUs den gleichen Vorschriften zu unterwerfen wie Finanzinstitute, wenn und soweit sie vergleichbare Risiken darstellen. In der EMIR ist deshalb festgelegt, dass die Clearingpflicht auch für nichtfinanzielle Gegenparteien gilt, sofern ihr Derivateportfolio (im gleitenden Durchschnitt über 30 Arbeitstage) bestimmte Schwellenwerte überschreitet (siehe Tabelle 11).⁹ Unterhalb dieser Werte müssen NFUs ihre Handelsaktivitäten an Transaktionsregister melden und sie sollten Techniken zur Risikobegrenzung anwenden; eine Pflicht zur zentralen Abwicklung besteht jedoch nicht. Oberhalb der Schwellenwerte unterliegen NFUs jedoch den gleichen Clearingpflichten wie Finanzinstitute. Die entsprechenden Schwellenwerte beziehen sich auf Nominalwerte (siehe Box 12 zur Berechnung der Nominalwerte). Laut ESMA sollen die Schwellenwerte regelmäßig angepasst werden – vor allem deshalb, weil die Datenbasis, von der sie abgeleitet wurden, derzeit noch recht begrenzt ist.

Laut dem Abschlussbericht zu den technischen Standards der ESMA gelten die Schwellenwerte schon dann als überschritten, wenn eine Gegenpartei den Schwellenwert in *einer* Derivatekategorie überschreitet. Die Pflicht zur zentralen Abwicklung gilt dann für alle Derivatekategorien und nicht nur für diejenige, in der die Gegenpartei den Schwellenwert überschreitet.¹⁰ Allerdings rechnet die ESMA nicht alle OTC-Derivatekontrakte in den Portfoliowert mit ein. Kontrakte, die nur zu Hedging-Zwecken geschlossen werden, fließen nicht in die Berechnung ein. Konkret sind all jene OTC-Kontrakte von der Berechnung ausgenommen, die dazu dienen, Risiken im Zusammenhang mit den Handels- und Finanzierungsgeschäften von NFUs oder konzerneigenen NFUs abzusichern.¹¹ Die Schwellenwerte gelten laut Artikel 10(3) der EMIR jedoch für den gesamten Konzern, zu dem die NFU gehört, und nicht nur für ein einzelnes Unternehmen.

In den Vereinigten Staaten sind die Ausnahmen für NFUs etwas breiter gefasst. Entsprechend der im DFA vorgesehenen „Ausnahme von Endabnehmern“ von der Clearingpflicht hat die CFTC endgültige Richtlinien¹² veröffentlicht, die festlegen, dass Transaktionen nichtfinanzieller Endkunden zur Absicherung kommerzieller Risiken sowie Finanzinstitute mit Aktiva von bis zu USD 10 Mrd. (kleine Finanzinstitute) von der Clearingpflicht ausgenommen sind. In den Vereinigten Staaten sind also auch kleine Finanzinstitute, die nicht als Swap Dealer oder Major Swap Dealer gelten, von der Clearingpflicht befreit. Darüber hinaus hat die CFTC eine Regelung vorgeschlagen, nach der Genossenschaften, die nicht

⁸ Siehe ISDA (2009) für eine ausführliche Diskussion.

⁹ Siehe ESMA (März 2013) für eine ausführliche Erörterung.

¹⁰ Siehe ESMA 2012/648.

¹¹ Siehe ESMA (März 2013).

¹² Siehe CFTC (Juli 2012).



unter die Ausnahmeregelung fallen, deren einzelne Mitglieder aber die Kriterien erfüllen, zugunsten ihrer Mitglieder bei bestimmten Swaps auf die zentrale Abwicklung verzichten können. Wie in Europa gilt die Meldepflicht in den Vereinigten Staaten auch für Marktteilnehmer, die von der Ausnahmeregelung Gebrauch machen.

Anforderungen an CCPs

Mit den angedachten Reformen werden CCPs zu zentralen Bausteinen des Finanzsystems, deren einwandfreies Funktionieren von entscheidender Bedeutung für die Stabilität des Systems ist. Vor diesem Hintergrund definieren die Konsultationsberichte der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) und des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS)¹³ Prinzipien für die Anforderungen an Risikomanagementstandards für Finanzmarktinfrastrukturen (FMIs), einschließlich CCPs. Übergeordnetes Ziel der Reformen ist es, strengere und einheitlichere internationale Standards für systemrelevante FMIs festzulegen. Entsprechend definieren die Berichte Grundsätze für die Gestaltung von CCPs, z.B. für ihre allgemeine Organisationsstruktur, für das Management von Kredit- und Liquiditätsrisiken, Zahlungsausfällen, allgemeinen geschäftlichen und operationellen Risiken sowie für Zugangs-, Effizienz- und Transparenzanforderungen. Diese Grundsätze sehen insbesondere ein effektives, risikobasiertes Besicherungssystem vor, in dem die Margenanforderungen regelmäßig aktualisiert werden, um die Kreditpositionen der CCP-Mitglieder abzudecken. Die CCPs müssen hinreichende finanzielle Ressourcen vorhalten, um jederzeit den Ausfall von zwei Gegenparteien und deren Tochtergesellschaften auffangen zu können. Sie müssen darüber hinaus Richtlinien und Verfahren festlegen, die die Segregation und Portabilität der Positionen und der gestellten Sicherheiten ermöglichen.

Die EU trägt den CPSS-IOSCO-Grundsätzen mit den Mindeststandards für CCPs Rechnung, die in den technischen Regulierungsstandards für Anforderungen an zentrale Gegenparteien festgelegt sind (ESMA-Verordnungen Nr. 152/2013 und 153/2013). Verordnung Nr. 152/2013 betrifft die Vorschriften für die Eigenkapitalanforderungen allgemein, für Abwicklung oder Umstrukturierung, für Betriebs- und Rechtsrisiken, für Kredit-, Gegenparteiausfall- und Marktrisiken sowie für Geschäftsrisiken von CCPs. Verordnung Nr. 153/2013 legt Standards fest in Bezug auf organisatorische Anforderungen, die Anerkennung von in Drittstaaten ansässigen CCPs, die Aufzeichnung von Transaktionen, die Fortführung des Geschäftsbetriebs, Margins, Ausfallfonds, die Steuerung von Liquiditätsrisiken, das Wasserfallprinzip, Sicherheiten, die Anlagepolitik, die Modellvalidierung sowie Stress- und Backtests.

Insgesamt wurden die genannten Standards für CCPs positiv aufgenommen. Nach Ansicht einiger Kommentatoren besteht jedoch noch Verbesserungspotenzial, was Aspekte wie die Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden und CCPs angeht. Breit diskutiert wird beispielsweise die Interoperabilität zwischen CCPs, die in den Augen einiger Beobachter Vorteile wie einen vereinfachten Handel und eine Reduzierung von Systemrisiken mit sich bringt. Entsprechend hat die ESMA mittlerweile auch ihre Leitlinien für eine einheitliche, effiziente und effektive Bewertung von Interoperabilitätsvereinbarungen zwischen CCPs abschließend festgelegt.

¹³ Siehe BIZ (April 2012) und BIZ (Juli 2012).



Reform der OTC-Derivatemärkte

Das Wasserfallprinzip bei Ausfall eines Clearingmitglieds

13

Im Falle des Zahlungsausfalls eines oder mehrerer Clearingmitglieder tritt das Wasserfallprinzip in Kraft, um die relevanten Positionen des ausfallenden Mitglieds glattzustellen und mögliche Verluste abzudecken. Zuerst greift die CCP auf die Sicherheitsleistungen des ausfallenden Mitglieds zurück, d.h. auf die Initial Margins und Variation Margins. Als nächstes wird der Beitrag des ausfallenden Mitglieds zum Ausfallfonds herangezogen, danach die Rücklagen und das Eigenkapital der CCP (in der Regel ein Teil der Rücklagen). Auf der nächsten Stufe kommen die Beiträge der anderen Clearingmitglieder zum Ausfallfonds ins Spiel. Reicht auch dies nicht aus, um die offenen Positionen abzudecken, müssen entweder die Clearingmitglieder Beiträge in den Ausfallfonds nachschießen oder die CCP muss ihr verbleibendes Eigenkapital bzw. die restlichen Rücklagen einsetzen. Können auch damit nicht alle Positionen glattgestellt werden, benötigt die CCP als letzte Rettung Zentralbankliquidität.

EZB-Liquidität für CCPs aus Nicht-EU-Ländern

Die am Clearing beteiligten Partner sind verantwortlich für die Erfüllung ihrer vertraglichen Pflichten – und sollten und werden dazu im Normalfall auch in der Lage sein. Fällt allerdings ein Clearingmitglied aus, muss die CCP dessen Verpflichtungen übernehmen (z.B. die Erfüllung von Nachschussforderungen oder die Zahlung bei Lieferung), da sie dann die Gegenpartei des verbleibenden Kontraktpartners ist.¹⁴ Demzufolge kann es passieren, dass CCPs in Notsituationen, wenn mehr als ein Clearingmitglied ausfällt, in beträchtlichem Umfang Liquidität benötigen. Um ein widerstandsfähiges und effizientes Umfeld für das zentrale Clearing zu sichern, hält der FSB es deshalb für notwendig, dass CCPs als letzte Rettung Zugang zu Zentralbankliquidität in ihrer Clearingwährung erhalten (Siehe Box 13 für die Reihenfolge der Sicherungsmechanismen). Entsprechend empfiehlt auch die EMIR, dass CCPs Zugang zu Zentralbankliquidität, zu Liquidität kreditwürdiger und zuverlässiger Geschäftsbanken oder zu einer Kombination aus beidem haben sollten.

Der Zugang von CCPs zu Zentralbankliquidität bleibt jedoch ein schwieriges Thema, da die Währung, in der eine CCP Liquidität benötigt, nicht unbedingt deckungsgleich sein muss mit der Lokalwährung der Zentralbank am Hauptsitz der CCP. Zentralbanken sind naturgemäß in der Lage, jederzeit und ohne Beschränkung Liquidität in ihrer eigenen Währung bereitzustellen; bei einem Liquiditätsengpass in Fremdwährung ist jedoch fraglich, ob sie eingreifen und der betroffenen CCP ausreichende Mittel bereitstellen könnten. Noch schwieriger würde es im Falle eines Liquiditätsengpasses in mehreren Fremdwährungen – implizierte dies doch, dass mehr als eine Drittland-Zentralbank eingreifen müsste.

Die Frage des Zugangs zu Zentralbankliquidität für CCPs stellt sich besonders dringlich in Europa, da einige große Clearinghäuser, die in großem Umfang in Euro denominierte Kontrakte abwickeln, außerhalb der Eurozone ansässig sind. Die Meinungen der zuständigen Vertreter in den Regulierungsbehörden gehen hier weit auseinander: Einige sind der Ansicht, dass die EZB Liquidität nur solchen CCPs bereitstellen sollte, die in der Eurozone ansässig sind. Das würde bedeuten, dass CCPs mit Sitz in Nicht-EU-Ländern in ein Euroland umsiedeln müssten, um Zugang zu EZB-Liquidität zu erhalten. Andere argumentieren, dass es zu Ineffizienzen führen und die Clearingkosten erhöhen würde, wenn Derivate ausschließlich im Land ihrer Kontraktwährung abgewickelt werden können. Bis dato jedenfalls bleibt somit ungeklärt, wie eine praktikable Lösung für die Bereitstellung von Zentralbankliquidität für CCPs aussehen kann.

Grenzüberschreitende Probleme

Diejenigen Marktteilnehmer, die den aufsichtsrechtlichen Anforderungen mehrerer Länder unterliegen, interessiert vor allem die Frage, inwieweit es zu Überlappungen, Konflikten, Widersprüchlichkeiten und Doppelungen zwischen den Regelwerken kommt. Derartige grenzüberschreitende Probleme lassen sich mit Sicherheit erst dann benennen, wenn die Gesetzgebung abgeschlossen ist. Es wurden zwar große Fortschritte erzielt, was die Umsetzung der G20-Vereinbarungen angeht, die ursprünglich die Regelung der zentralen Abwicklung von OTC-Derivaten bis spätestens Ende 2012 vorsahen; in einigen Ländern wurde die Gesetzgebung jedoch erst vor kurzem abgeschlossen oder steht noch aus.

Bislang ist in den meisten Ländern deshalb nicht umfassend geregelt, wie mit grenzüberschreitenden Transaktionen bzw. Produkten, Marktteilnehmern und Infrastrukturen zu verfahren ist, die zwei oder mehr Rechtsräume betreffen. In

¹⁴ Siehe Heller und Vause (2011) für eine ausführliche Erörterung.



den Vereinigten Staaten müssen sich ausländische Unternehmen, die mit US-amerikanischen Gegenparteien Swap-Geschäfte tätigen, bei der CFTC registrieren lassen und unterliegen den US-Vorschriften. Ausländische Tochtergesellschaften US-amerikanischer finanzieller Gegenparteien dürfen jedoch nach den Vorschriften des jeweiligen Landes handeln, sofern diese vergleichbar robust und umfassend sind. Die SEC veröffentlichte im Mai 2013 ihre Regelungsvorschläge für grenzüberschreitende Kontrakte und räumte eine dreimonatige Kommentierungsfrist ein. In der EU basiert die Regelung grenzüberschreitender Transaktionen auf der Anerkennung der Rechtssysteme als „gleichwertig“. Die ESMA kann CCPs und TRs aus Nicht-EU-Ländern für das zentrale Clearing und die Berichterstattung zulassen, wenn bestimmte Bedingungen erfüllt sind. Eine dieser Bedingungen sind Kooperationsvereinbarungen zwischen der ESMA und der Aufsichtsbehörde im Land der jeweiligen CCP oder des TRs.¹⁵

Am 11. Juni 2013 gaben die US-amerikanische und die europäische Regulierungsbehörde in einer gemeinsamen Erklärung bekannt, dass sie eine grundsätzliche Einigung darüber erzielt hätten, wie mit grenzüberschreitenden Transaktionen zu verfahren sei. Die Erklärung nennt eine Reihe von Punkten, in denen Gleichwertigkeit noch zu klären ist, so etwa bei den US-Anforderungen auf Transaktionsebene, bei nicht zentral abgewickelten Derivaten, bei der Anerkennung von CCPs und Handelsplätzen sowie bei der Clearing- und Meldepflicht. Da die EU- und US-Vorschriften zur Risikominderung bei bilateralen, nicht zentral abgewickelten Swaps im Wesentlichen identisch sind, plant die CFTC, derartige Kontrakte von der Einhaltung der US-Vorschriften zu befreien (sogenannter No-action Relief), d.h. faktisch zu tolerieren, dass die Marktteilnehmer nach den Vorschriften der EU handeln. Dabei ist allerdings anzumerken, dass diese Befreiung durch die CFTC ein einseitiger Akt ist, der nicht die bindende Kraft eines internationalen Vertrags hat; so könnte die CFTC nach eigenem Ermessen die Befreiung zu einem späteren Zeitpunkt einschränken, modifizieren, aussetzen, aufheben oder anderweitig die Bedingungen einschränken. Was die Anerkennung von CCPs angeht, nennt die Erklärung als einzigen wesentlichen Unterschied die Anforderungen an die Absicherung der Initial Margin. Die Europäische Kommission und die CFTC wollen hier zusammenarbeiten, um die Möglichkeiten regulatorischer Arbitrage einzudämmen. Darüber hinaus wollen die Regulierungsbehörden möglichst sicherstellen, dass noch nicht anerkannte bzw. zugelassene CCPs ihren Geschäftsbetrieb fortsetzen können. Bei der Handelsberichterstattung arbeiten die Behörden auf die Klärung noch offener Fragen hin, z.B. in Bezug auf einheitliche Datenfelder und den Datenschutz. Im Hinblick auf die Frage, welche Marktteilnehmer clearingpflichtig sind, folgen die EU und die Vereinigten Staaten weitgehend einem ähnlichen Ansatz. Sie haben sich deshalb darauf geeinigt, dass die jeweils strengere Regelung gelten soll. Konkret sind also die Ausnahmeregelungen aus einem Rechtsraum nicht auf den anderen übertragbar. Beispielsweise müssen kleine Finanzinstitute (mit Aktiva von bis zu USD 10 Mrd.), die in den Vereinigten Staaten von der Clearingpflicht ausgenommen sind, ihre Kontrakte mit ausländischen Gegenparteien über CCPs abwickeln; ebenso können EU-Pensionsfonds, die in Europa befristet von der Clearingpflicht entbunden sind, diese Regelung nicht auf Transaktionen mit Gegenparteien aus Nicht-EU-Ländern übertragen. Insgesamt stellt die Erklärung vom 11. Juni ohne Frage einen großen Schritt nach vorne dar. Bis ein funktionierendes grenzüberschreitendes Regelwerk für den Derivatehandel im transatlantischen Raum steht, muss jedoch noch über viele Details Einigkeit erzielt werden.

Eine Gruppe von Vertretern der Regulierungsbehörden für den OTC-Derivatemarkt aus den Vereinigten Staaten, der EU, aber auch anderen Län-

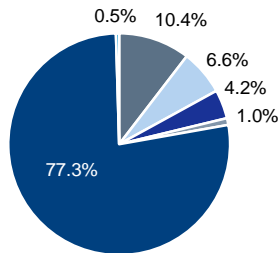
¹⁵ Sie FSB (April 2013) für eine ausführliche Erörterung.



Reform der OTC-Derivatemarkte

OTC-Derivate nach Kontraktart

14



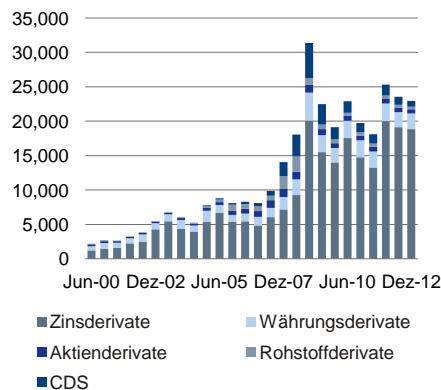
- Währungsderivate
- CDS
- Zinsderivate
- Nicht zugeordnet
- Aktienderivate
- Rohstoffderivate

Quellen: BIZ, DB Research

Bruttomarktwerte der OTC-Derivate

15

USD Mrd.

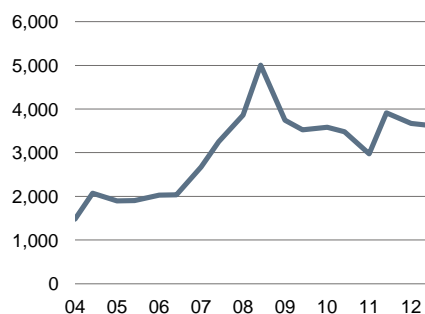


Quelle: BIZ

Bruttokreditengagement im OTC-Derivatemarkt

16

USD Mrd.



Quellen: BIZ, ISDA, DB Research

dern¹⁶ arbeitet zudem daran, grenzüberschreitende Unklarheiten über den transatlantischen Raum hinaus zu beseitigen. Im Dezember 2012 verkündeten die Beteiligten in einer Erklärung eine Einigung über Clearingvorschriften, den Datenaustausch sowie die Zusammenarbeit und Zeitplanung in Bezug auf die Überwachung und Umsetzung. Außerdem vereinbarten sie eine weitere Prüfung des Geltungsbereichs und der gegenseitigen Anerkennung bzw. ersatzweisen Erfüllung von Bestimmungen für grenzüberschreitende Aktivitäten. In ihrer jüngsten Sitzung im April 2013 einigte sich die Gruppe zudem über den Umgang mit regulatorischen Lücken. Laut der Vereinbarung sollen die jeweils strengeren Vorschriften gelten, wenn eine Kategorie von Gegenparteien oder auch ein einzelnes Produkt in einem Rechtsraum von vornherein von Clearing- oder Handelspflichten ausgenommen ist, in einem anderen aber nicht.

4. Erste erkennbare Marktveränderungen

a) Aktuelles Volumen des Derivatemarktes

Zum Jahresende 2012 belief sich das Volumen des OTC-Derivatemarktes auf geschätzte USD 633 Bill. Die bei weitem am häufigsten gehandelten Derivatearten sind mit rund 77% des Gesamtvolumens Zinsderivate, gefolgt von Währungsderivaten mit rund 10% Marktanteil (siehe Grafik 14). CDS machten mit USD 25 Bill. nur 4% der gesamten ausstehenden Derivatekontrakte aus.

Da die Gegenparteien nur selten den vollen Wert der Anlagen auszahlen müssen, sind die ausstehenden Nominalbeträge ein irreführender Indikator bei der Ermittlung des ökonomisch relevanten Volumens des Derivatemarktes. Beispielsweise sind die Nominalbeträge für Zinsderivate als ökonomische Größe wenig aussagekräftig, weil sie praktisch nie tatsächlich zwischen den Kontraktparteien fließen. Ein relevanterer Indikator sind die Bruttomarktwerte, die angeben, welchen Wert die Derivatekontrakte hätten, wenn sie heute glattgestellt und abgerechnet werden müssten. Zum Jahresende 2012 lag der Bruttomarktwert der OTC-Derivate – nach einem Rückgang um fast 30% gegenüber dem Spitzenwert Ende 2008 – bei USD 23 Bill. Dies entspricht im Durchschnitt etwas mehr als 3,5% der ausstehenden Nominalbeträge (siehe Grafik 15). Im Gegensatz zu den Nominalbeträgen verzeichneten die Bruttomarktwerte selbst vor Ausbruch der Krise zeitweise negative Wachstumsraten (z.B. in der zweiten Jahreshälfte der Jahre 2003, 2005 und 2006). Dabei ist die höhere Volatilität der Bruttomarktwerte nicht überraschend, da diese vom allgemeinen Marktumfeld abhängig sind – die Nominalwerte hingegen nicht.

Die Bruttomarktwerte entsprechen der absoluten Summe der Marktwerte der Kontrakte aller Marktteilnehmer; eine Aufrechnung erfolgt bei der Berechnung nicht. Da sich jedoch zahlreiche Kontrakte gegenseitig aufheben, ist Netting für den Derivatemarkt und die Festlegung eines sinnvollen Maßes zur Bewertung seiner Risiken wichtig. Das Bruttokreditengagement, das den Nettomarktwert der Gegenparteiisiken widerspiegelt, indem es die rechtlich durchsetzbaren bilateralen Netting-Vereinbarungen berücksichtigt, ist deshalb ein besseres Maß für das Marktrisiko und gibt das reale wirtschaftliche Risiko der Beteiligten im Derivatemarkt an. Ende 2012 betrug das Bruttokreditengagement im OTC-Derivatemarkt USD 3,6 Bill., nach USD 5 Bill. im Jahr 2008. Dies sind gerade einmal 0,6% der ausstehenden Nominalbeträge.

¹⁶ Australien, Brasilien, die EU, Hongkong, Japan, Ontario, Québec, Singapur, die Schweiz und die Vereinigten Staaten.



b) Trends im Derivatemarkt

Wie oben dargelegt, weisen die ökonomisch relevanten Messgrößen darauf hin, dass das tatsächliche Volumen des OTC-Derivatemarktes und die damit verbundenen Risiken gegenüber dem Spitzenwert 2008 deutlich gesunken sind und das Wachstum rückläufig ist. Es gibt eine Reihe von Faktoren, die zu diesem Volumenrückgang geführt haben können: (i) verschiedene realwirtschaftliche Faktoren, wie das BIP-Wachstum; (ii) der Bilanzabbau auf Seiten der Finanzinstitute (Deleveraging) und (iii) technische Faktoren wie die sogenannte „Trade Compression“, die mit dem zentralen Clearing an Dynamik gewonnen hat.

Mit Blick auf die drei genannten möglichen Faktoren ist zunächst anzumerken, dass offenkundig sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in der EU infolge der Finanzkrise das BIP schrumpfte und die Wachstumsraten des BIP und der Derivatemarkte tatsächlich positiv miteinander korrelierten, insbesondere in der Nachkrisenphase. Damit lässt sich der Volumenrückgang teilweise erklären, zumindest der starke Einbruch im Jahr 2009. Was die Wirkung des Deleveraging betrifft, so sind mehrere Finanzinstitute in der Tat aus dem Derivatemarkt ausgestiegen – entweder, weil sie ihr Geschäftsmodell neu ausgerichtet haben, oder aufgrund von Kapitalmangel. Auch dies könnte also zur Stagnation des Derivatemarktes beigetragen haben. Allerdings zeigt der Anteil der Finanzinstitute an den Gegenparteien (siehe Grafik 17) keinen rückläufigen Trend; auch in der Nachkrisenphase blieb er relativ stabil. Der Volumenrückgang scheint also stärker zu sein als sich durch realwirtschaftliche Faktoren oder die Wirkung des Deleveraging erklären lässt.

Anteil der Finanzinstitute als Gegenparteien

17



Quellen: BIZ, DB Research

Ein wichtiger Grund für den Volumenrückgang könnte deshalb die „Trade Compression“ sein, eine von der Branche selbst initiierte Praktik zur Reduzierung der ausstehenden Kontrakte ohne Veränderung der Nettopositionen.¹⁷ Sie ist zwar auch ohne zentrales Clearing möglich, wird mit den CCPs aber einfacher. Aufgrund der eingeschränkten Datenverfügbarkeit ist es leider nicht möglich, die Bedeutung der „Trade Compression“ für die ökonomisch relevanten Messgrößen des Marktvolumens zu analysieren, wie etwa für das Bruttokreditengagement. Statistiken aus dem ISDA-Bericht¹⁸ können aber zumindest herangezogen werden, um die Auswirkungen der „Trade Compression“ auf die Nominalbeträge abzuschätzen. Danach sanken die Nominalbeträge in der ersten Jahreshälfte 2012 infolge der „Trade Compression“ um USD 25,7 Bill. und insgesamt über das Jahr 2012 um USD 48,7 Bill, wovon etwa USD 44,6 Bill. auf Zinsderivate entfielen. Der kumulierte Kompressionsbetrag über den Zeitraum 2007 bis 2012 wird auf rund USD 250 Bill. geschätzt. Werden die komprimierten Transaktionen zurückaddiert und die Werte gemäß ISDA um doppelt gezahlte abgewickelte Transaktionen bereinigt, ergibt sich ein Anstieg der Nominalbeträge ausstehender OTC-Kontrakte um 23% über den Zeitraum 2007 bis 2012, gegenüber einem Anstieg der unbereinigten Nominalbeträge um nur 8%. Dies legt nahe, dass der Volumenrückgang im Derivatemarkt bzw. die relativ geringe Wachstumsrate der Nominalbeträge hauptsächlich auf die „Trade Compression“ zurückzuführen ist und sich mit der Rückaddierung der komprimierten Volumina wieder ausgleichen würde.

c) Aktueller Stand des zentralen Clearing

Die meisten CCPs sind entweder in den Vereinigten Staaten oder in Europa ansässig, wo zudem die Zahl der CCPs in den letzten Jahren gestiegen ist. Der Großteil der CCPs bietet das Clearing von Zinsderivaten und CDS an, einzelne aber auch das Clearing von Rohstoff-, Energie- und Agrarkontrakten.

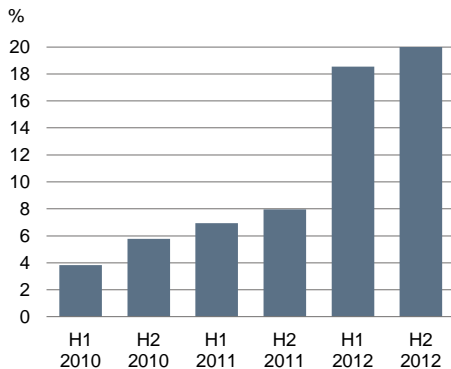
¹⁷ Siehe Weistroffer (2009) für eine ausführliche Erörterung.

¹⁸ Siehe ISDA (Juni 2013a).



Reform der OTC-Derivatemarkte

Anteil der über CCPs abgewickelten CDS 18



Anteile auf Basis der Bruttomarktwerte berechnet.

Quellen: BIZ, DB Research

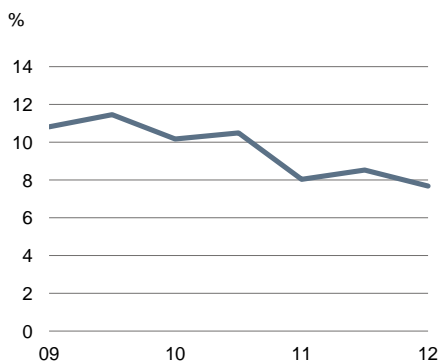
Zinsderivate machen den Löwenanteil unter den Clearingprodukten aus. Nach Daten des FSB (April 2013) wurden 40-50% der Zinsderivate im Jahr 2012 zentral abgewickelt, nach 35-40% im Jahr 2011. Die ISDA nennt in ihrer Analyse des OTC-Derivatemarktes zum Jahresende 2012 ähnliche Zahlen: Danach wurden 53% der Zinsderivate und 79% der Forward Rate Agreements zentral abgewickelt. Auch bei den Kreditderivaten ist ein Aufwärtstrend zu beobachten. Laut Statistiken der BIZ lag der Anteil der zentral abgewickelten CDS nach Bruttomarktwert im Jahr 2012 bei 20%, gegenüber 10% im Jahr 2010. Das Clearing von Rohstoff- und Aktienderivaten steckt demgegenüber noch in den Kinderschuhen; aufgrund der noch begrenzten Datenverfügbarkeit ist es hier bislang auch schwierig, aggregierte Zahlen zu erhalten.

Die jüngsten Daten deuten durchaus auf eine Verschiebung von Dealer- hin zu CCP-Kontrakten hin, vor allem bei Zinsderivaten, in geringerem Umfang aber auch bei Kreditderivaten. Der tatsächliche Anteil der von CCPs zum Clearing angebotenen Produkte – und damit die Kapazität des Clearingmarktes – ist jedoch deutlich größer. Nach Ansicht des FSB (April 2013) könnten fast 80% (gegenüber derzeit 41%) der Zinsderivate und 40% (gegenüber derzeit 12%) der Kreditderivate zentral abgewickelt werden. Ein Grund für die geringe Kapazitätsauslastung ist möglicherweise, dass einige Finanzinstitute so lange wie möglich CCPs meiden, um Sicherheiten einzusparen. Außerdem könnte sie auch ein Hinweis darauf sein, dass den Marktteilnehmern allgemein der Anreiz fehlt, zentral abgewickelte Produkte zu nutzen.

d) Substitution zwischen den Märkten für börsengehandelte und außerbörsliche Derivate

Da die neuen Vorschriften einige der Hauptvorteile von OTC-Derivaten (kostengünstige Abwicklung, Nutzerfreundlichkeit etc.) beseitigen würden (was auch ihr Ziel ist), könnten die Marktteilnehmer möglicherweise auf stärker standardisierte Instrumente umsteigen. Beispielsweise könnte die Reform zu einer „Futurisierung von Swaps“ führen – d.h. einer Migration von außerbörslich gehandelten Swaps auf börsengehandelte Terminkontrakte. Hintergrund dieser Vermutung sind die höheren Anforderungen an Margins für außerbörsliche Swaps gegenüber Terminkontrakten. So liegt die Margin für außerbörsliche Swaps bei dem unterliegenden Value-at-Risk für 5-Tage, während sie für Terminkontrakte dem unterliegenden Value-at-Risk für 1-Tag entspricht. Da Terminkontrakte den gleichen Cashflow bieten wie identisch strukturierte Swaps, schaffen die höheren Anforderungen an Margins einen wirtschaftlichen Nachteil für Swaps. Dies könnte einen Substitutionseffekt auslösen und eine Verschiebung hin zu stärker standardisierten, börsengehandelten Terminkontrakten bewirken.¹⁹

Anteil der börsengehandelten Kontrakte 19



Quellen: BIZ, DB Research

Auskunft darüber, ob bereits Fortschritte erzielt wurden, was das Ziel einer Verschiebung von außerbörslichen hin zu börsengehandelten Transaktionen angeht, gibt die Entwicklung des Anteils der börsengehandelten Kontrakte an den Handelsaktivitäten insgesamt. Die Daten weisen auf Folgendes hin: Im Gegensatz zur steten Zunahme des Anteils an zentral abgewickelten Transaktionen gibt es kaum Anzeichen dafür, dass der Marktanteil der (elektronischen) Handelsplattformen gewachsen ist. Im Gegenteil: Der Anteil der börsengehandelten Derivate an der Gesamtzahl der Transaktionen ist seit 2009 offenbar sogar leicht gesunken (siehe Grafik 19). Gemessen am Volumen der über Börsen gehandelten Derivate hat der Grad der Standardisierung im Markt bislang kaum zugenommen. Zudem stützen die Daten auch nicht die These, dass sich der Volumengrundgang am OTC-Derivatemarkt mit der Verschiebung hin zu börsengehandelten Kontrakten erklären lässt.

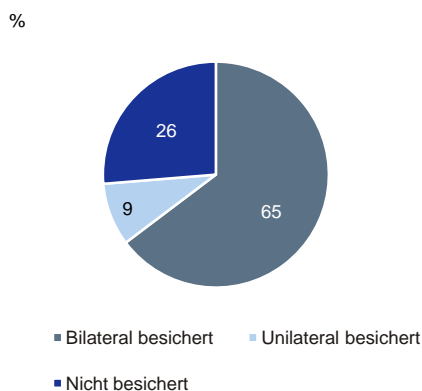
¹⁹ Einige Börsen wie die Intercontinental Exchange oder die Chicago Mercantile Exchange bieten bereits Terminkontrakte an, die Zinsswaps nachbilden und eine Futurisierung ermöglichen.



Reform der OTC-Derivatemärkte

e) Veränderungen in der Besicherungspraxis im OTC-Markt

Anteil der Kontrakte nach Besicherung 20



Quellen: ISDA, DB Research

Die strengeren Kapitalanforderungen der neuen Bestimmungen und die höheren Anforderungen an Margins für nicht zentral abgewickelte Transaktionen sollen die Handelsaktivitäten auf zentrale Clearingplattformen und/oder Börsen lenken und damit den Grad der Besicherung im Derivatehandel erhöhen.²⁰ Vor diesem Hintergrund ist es sinnvoll, die gegenwärtige Besicherungspraxis im OTC-Markt zu beleuchten – um zu ermitteln, wie hoch der Anteil der Kontrakte ist, die künftig von den Sicherheitenanforderungen betroffen sein werden. Obwohl die exakten Zahlen schwer zu ermitteln sind und nur geschätzt werden können, zeichnet der Margin Survey der ISDA (Juni 2013b) ein Bild der aktuellen Besicherungspraxis im OTC-Derivatemarkt und veranschaulicht, wie hoch der Anteil der unbesicherten Kontrakte ist. Danach werden für 26% aller außerbörslich gehandelten Kontrakte derzeit keine Sicherheiten gestellt. Von den besicherten Kontrakten werden zudem 9% nur von einer Gegenpartei besichert; damit liegt der Prozentsatz der bilateral besicherten Kontrakte bei etwa 65%.

So gesehen, scheint der Markt auf den ersten Blick unterbesichert; es sind jedoch je nach Größe der Marktteilnehmer erhebliche Unterschiede in der Besicherungspraxis zu beobachten (siehe Tabelle 21). Bei den größten Dealern ist der Anteil der besicherten Kontrakte durchweg bei allen Instrumenten höher. Er liegt im Durchschnitt bei 81% gegenüber 74% bei allen Befragten. Unterschiede sind auch zwischen den einzelnen Instrumenten zu beobachten, wobei Kreditderivate mit 83% bei weitem die höchste Besicherungsrate aufweisen. Die Besicherungsrate von Zinsderivaten liegt unter allen Befragten bei etwa 80%. Am niedrigsten ist die Besicherungsrate bei Währungs- und Rohstoffkontrakten, die überwiegend von nichtfinanziellen Gegenparteien gehandelt werden.

Prozentsatz der besicherten Kontrakte 21

	Alle			Große Dealer		
	2013	2012	2011	2013	2012	2011
Alle OTC-Derivate	73,7	71,4	69,8	80,7	83,7	80,2
Rentenderivate	79,2	78,1	78,6	89,4	89,9	87,9
Kreditderivate	83,0	93,4	93,2	96,3	96,1	95,8
Währungsderivate	52,0	55,6	58,2	67,9	70,6	65,2
Aktienderivate	72,5	72,7	72,1	78,2	85,3	73,2
Rohstoffderivate	48,3	56,3	59,6	54,5	63,9	62,9

Quelle: ISDA MARGIN SURVEY 2013

Die vorliegenden Daten zeigen einen leichten Anstieg der Besicherungsrate im Markt um rund 4 Prozentpunkte über den Zeitraum 2011 bis 2013. Allerdings waren die Besicherungsraten bei den überwiegend von Finanzinstituten gehandelten Produkten, wie Kredit- und Zinsderivaten, bereits zuvor relativ hoch. Für die Nutzer unterbesicherter Derivate dürften die künftigen Sicherheitenanforderungen allerdings teuer werden. Dies betrifft in erster Linie Rohstoff- und Währungsderivate, bei denen die Besicherungsrate von 2011 bis 2013 sogar um 6 bis 10 Prozentpunkte gesunken ist. Diese Produkte werden überproportional stark von nichtfinanziellen Unternehmen gehandelt, die deshalb besonders hart betroffen sein werden.

²⁰ Anzumerken ist, dass – zusätzlich zu den strengeren Kapitalanforderungen – die IOSCO im Juni 2012 Anforderungen an Initial- und Variation Margins für nicht zentral abgewickelte Transaktionen vorgeschlagen hat, die für alle finanziellen Gegenparteien und für alle systemrelevanten nichtfinanziellen Gegenparteien gelten würden. Siehe FSB (April 2013), Abschnitt 2.5.1, für eine ausführliche Erörterung.



f) CCPs: Wer setzt sich durch?

In der ESMA-MiFID-Datenbank finden sich 19 zentrale Clearinghäuser mit Sitz in Europa. Die meisten davon wickeln nur in begrenztem Umfang Geschäfte ab, aber einige bringen es auf sehr beträchtliche Clearingvolumina. So wickelt der in Großbritannien ansässige Clearingdienst SwapClear von LCH Clearnet Zinsderivate im aggregierten Nominalwert von über USD 390 Bill. ab. ICE Clear Europe, ebenfalls in Großbritannien ansässig, wickelte 2012 mehr als 600.000 CDS-Kontrakte ab, nach rund 200.000 Kontrakten im Jahr 2011. Auch andere sind auf einem guten Weg: beispielsweise das im November 2012 gestartete Clearinghaus EurexOTC Clear, das bereits eine beträchtliche Anzahl an Clearingmitgliedern gewinnen konnte. Hohe Clearingvolumina melden auch einige US-Anbieter, etwa der OTC-Clearing-Bereich der CME Group, der nach eigenen Angaben seit Aufnahme des Geschäftsbetriebs Kontrakte im Nominalwert von insgesamt USD 2,3 Bill. abgewickelt hat. Dieser Aufwärtstrend bei den Clearingbeträgen bestätigt sich auch bei den offenen CDS-Kontraktpositionen, d.h. der Summe der ausstehenden Nett nominalbeträge je Kontrakt. Die beiden größten CDS-Clearinghäuser kommen hier auf Beträge von über EUR 500 Mrd.

Die Marktanteile der CCPs zeigen, dass einige CCPs den Markt dominieren, die auch auf das Clearing bestimmter Produkte spezialisiert sind; z.B. wickelt SwapClear fast alle Zinsswaps ab. Dies ist einerseits vorteilhaft, weil es Netting-Vorteile bringen sollte.²¹ Andererseits könnte in Krisenzeiten der Ausfall einer einzigen wichtigen CCP zu einem gewaltigen systemrelevanten Problem führen, das eine große Anzahl an Marktteilnehmern in Gefahr bringt. Außerdem dürfte der Wettbewerb zwischen CCPs oder Finanzplätzen helfen, die Transaktionskosten für die Marktteilnehmer niedrig zu halten.

Die großen CCPs am Markt wurden bereits deutlich vor Ausbruch der Krise gegründet. Offensichtlich stellen die bereits hohen Marktanteile etablierter CCPs eine Einstiegshürde für neue Wettbewerber in der Clearingbranche dar. Interessanterweise sind die CCPs mit dem größten Marktanteil im Clearing von Zinsswaps und CDS auch nicht mit Börsen verbunden. Da es keine breite Verschiebung hin zu börsengehandelten Transaktionen gibt, können die traditionellen Börsen, wie es scheint, auch diesen Kanal nicht nutzen, um ihr Clearinggeschäft auszubauen.

Wie in den vorangegangenen Abschnitten erwähnt, bestimmen die regulatorischen Vorschriften die Anforderungen an CCPs – und damit zu einem großen Teil deren Geschäftsmodell. Daraus ergibt sich die Frage, worüber bestehende und neue CCPs am Markt konkurrieren wollen. Neben der Zuverlässigkeit der Systeme sind zweifelsohne die Besicherungspraxis und -anforderungen ein wichtiger Faktor für die Kunden. Aus regulatorischer Sicht ist es jedoch nicht wünschenswert, dass CCPs über die Anforderungen an Margins konkurrieren, da dies die Stabilität der Finanzinfrastruktur gefährden könnte – es würden geringere Mittel zur Verfügung stehen, um den möglichen Ausfall einer Gegenpartei aufzufangen. Artikel 41 der EMIR fordert explizit, dass die Anforderungen an Margins ausreichen sollten, um die Verluste aus mindestens 99% der Forderungsveränderungen zu decken.²² Aus Sicht der Clearingmitglieder könnte die Nutzung von nur einer CCP zudem Verrechnungs- bzw. Netting-Vorteile bringen, selbst wenn deren Anforderungen an Margins etwas strenger sind. Alles in allem scheint es unwahrscheinlich, dass CCPs über die Anforderungen an Margins konkurrieren werden. Wahrscheinlicher ist, dass sie versuchen werden, sich mit der Breite der zum Clearing angebotenen Produkte, der Qualität ihres Risikomanagements sowie der Höhe ihrer Kontoführungs-, Mitglieds-, Clearing- und Abrechnungsgebühren von Wettbewerbern abzuheben. Die Bedeutung des Produktangebots wird jedoch vom Grad der Interoperabilität der CCPs abhän-

²¹ Siehe Duffie und Zhu (2011) für eine ausführliche Erörterung.

²² In einem späteren Konsultationspapier hob die ESMA die Empfehlung auf 99,5% an.



gen; sollte die Europäische Kommission die Forderung nach umfassender Interoperabilität durchsetzen, dürfte es umso schwerer werden, sich mit der Breite des Produktangebots gegenüber Wettbewerbern zu profilieren.

5. Offene Fragen

a) Verschärfung der Anforderungen an Margins

Im Gegensatz zu bilateralen Vereinbarungen über Sicherheitenstellungen, die bei langjährigen Geschäftsbeziehungen zwischen Gegenparteien oder hoher Kreditwürdigkeit Flexibilität erlauben, folgen CCPs strengen Vorschriften für die geforderten Initial bzw. Variation Margins und bieten weit weniger Verhandlungsspielraum. Im Durchschnitt wird dies ohne Frage die Handelskosten erhöhen. Genaue Daten hierzu sind zwar nicht verfügbar, aber Schätzungen in der Fachliteratur geben Aufschluss über die Größenordnung des zu erwartenden Kostenanstiegs. Zum Vergleich der Anforderungen an Margins ziehen wir die Schätzungen von Heller und Vause (2012) zu den geforderten Initial Margins für zentral abgewickelte OTC-Derivate und die Schätzungen aus dem Konsultationspapier der BIZ (Februar 2013) zu den Anforderungen an Margins für nicht zentral abgewickelte Derivate heran. Heller und Vause (2012) gehen davon aus, dass sich bei einem zentralen Clearing sämtlicher Zinsswaps und CDS die von den CCPs geforderten Initial Margins auf USD 0,3-1,2 Bill. summieren würden, je nach Volatilität des Marktes. Das Konsultationspapier der BIZ beziffert die Initial Margins für nicht zentral abgewickelte Derivate auf rund USD 132 Mrd. Um diesen Betrag mit den Angaben von Heller und Vause (2012) vergleichen zu können, bereinigen wir ihn unter der Annahme, alle Zinsswaps und CDS würden bilateral und damit nicht zentral abgewickelt.²³ Danach ergibt sich ein bereinigter Wert von USD 230 Mrd. als Gesamtsumme der Initial Margins für nicht zentral abgewickelte Zinsswaps und CDS (siehe Tabelle 22). Damit würden die von den CCPs geforderten Initial Margins bei geringer Marktvolatilität um mindestens USD 73 Mrd. höher liegen. In einem volatilen Marktumfeld wäre die Differenz mit USD 930 Mrd. noch weitaus größer.

Anforderungen an Margins für OTC-Derivate

22

Initial Margins (USD Mrd.)	Marktvolatilität		
	Gering	Mittel	Hoch
CCP	303	718	1167
Bilateral	230		

Quellen: Heller and Vause (2012), BIZ (2013), DB Research

Auch strengere Margin Calls der CCPs, welche sogar mehrmals täglich durchgeführt werden können, würden den Derivatehandel verteuern. Bei bilateralen Kontrakten werden die Variation Margins laut BIZ (Februar, 2013) innerhalb von zwei Tagen eingefordert (im Durchschnitt binnen 2,3 Tagen), Initial Margins können anlassbasiert oder bei Vertragsbeginn geleistet werden. Häufigere Nachschussforderungen würden deshalb die Gesamtkosten des Handels mit zentral abgewickelten Derivaten zusätzlich erhöhen.

b) Rückgang der Handelsvolumina

Unsere Analyse der Sicherheitenanforderungen basiert auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer ihren Handel am Derivatemarkt im bisherigen Umfang fortsetzen, d.h. ihr Handelsvolumen im neuen Marktumfeld nach Einführung des verpflichtenden Clearing über CCPs nicht einschränken. Die Funktionsfähigkeit des Marktes hängt jedoch nicht nur von der Minderung der Gegenparteiisiken ab, sondern auch von der Erleichterung des Handels. Deshalb berücksichtigen wir zur Vervollständigung unserer Analyse die Auswirkungen der Clearingpflicht auf die Handelsaktivitäten. Die bisherigen Ausführungen legen nahe, dass hier mehrere miteinander konkurrierende Faktoren eine Rolle spielen: Einerseits könnten die sinkenden Gegenparteiisiken dazu führen, dass Derivategeschäfte

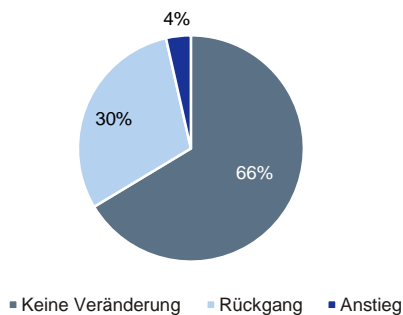
²³ Unter gleichzeitiger Bereinigung um Volumenunterschiede zwischen 2010 (Stichprobe Heller und Vause (2012)) und 2012 (Stichprobe BIZ (Februar 2013)). Außerdem unter Bereinigung der BIZ-Statistik (2013), sodass die Daten statt nur 75% die gesamte Stichprobe der Zinsswaps und CDS umfassen.



Reform der OTC-Derivatemärkte

Veränderungen des Volumens an zentral abgewickelten CDS

23



Quellen: DTCC, DB Research

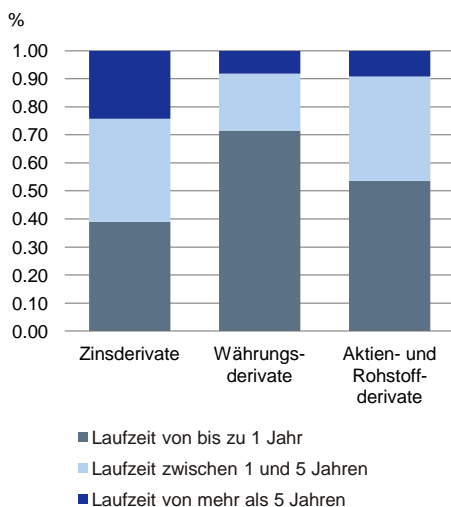
als sicherer bzw. mit geringeren Risiken behaftet wahrgenommen werden – und so die Handelsneigung der Marktteilnehmer fördern. Andererseits kann es auch sein, dass die Marktteilnehmer ihr Engagement im Derivatemarkt zurückfahren, wenn die Handelskosten den wirtschaftlichen Nutzen übersteigen.

Für eine umfassende Prognose des potenziellen Handelsvolumens nach Einführung der Clearingpflicht bedarf es konkreter Daten in hinreichender Frequenz zu den einzelnen Produktvolumina für die Phase vor und nach Einführung der zentralen Abwicklung. Die begrenzte Datenverfügbarkeit macht es unmöglich, sämtliche OTC-Derivate in die Analyse einzubeziehen; ausreichend detaillierte Daten liegen derzeit nur für CDS-Kontrakte vor. Basierend auf den von der Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) angegebenen wöchentlichen Nett nominalwerten haben wir 113 CDS-Kontrakte analysiert, die zentral abgewickelt werden.²⁴ Dabei haben wir den Effekt des zentralen Clearing, von Reihenkorrelationen sowie konjunkturelle Effekte berücksichtigt. Unsere Analyse ergab, dass sich bei 66% der zentral abgewickelten CDS-Kontrakte das Handelsvolumen nach Einführung des zentralen Clearing nicht signifikant verändert hat. Bei 30% der Kontrakte ist das Handelsvolumen gesunken, und nur bei 4% ist es gestiegen.

Es ließe sich argumentieren, dass das Clearing über CCPs die „Trade Compression“ fördert und die Handelsvolumina einiger CDS-Kontrakte vielleicht einfach dadurch zurückgegangen sind. Für die ausstehenden Bruttobeträge wäre das Argument berechtigt, aber in unserer Analyse haben wir uns auf die Nett nominalbeträge konzentriert, die durch die „Trade Compression“ weniger beeinflusst sind. Dementsprechend legen unsere Schätzungen auf Basis der zugegebenermaßen kleinen Stichprobe des CDS-Marktes nahe, dass die Handelsvolumina nach einer breiteren Einführung des zentralen Clearing über CCPs sinken werden.

OTC-Derivate nach Laufzeit

24



Quellen: BIZ, DB Research

c) Mögliche Auswirkungen der Finanztransaktionssteuer auf den Derivatehandel

Zur weiteren Regulierung des Derivatehandels planen die europäischen Gesetzgeber zusätzlich die Einführung einer Finanztransaktionssteuer (FTT) in Höhe von 0,01% (0,005% für Pensionsfonds). Die Marktteilnehmer haben sich gegen die FTT ausgesprochen, weil sie befürchten, dass die Liquidität des Marktes leidet und die wirtschaftlichen Vorteile von Derivaten verloren gehen.

Aufschluss über die Liquidität der Derivate geben die durchschnittlichen Laufzeiten der gehandelten Produkte (siehe Grafik 24). Danach hat nur ein sehr geringer Teil der Währungs-, Aktien- und Rohstoffderivate eine längere Laufzeit (über fünf Jahre), während fast 70% der Währungsderivate kürzer als ein Jahr laufen. Insofern würde sich ein Anstieg der Transaktionskosten durch die FTT wohl nachteilig auf das Handelsvolumen auswirken. Tatsächlich ist sich die Europäische Kommission dessen auch bewusst: Nach ihren eigenen Schätzungen dürfte der Derivatehandel durch die FTT um 70-90% zurückgehen.

d) CCPs als eine neue Quelle systemischer Risiken

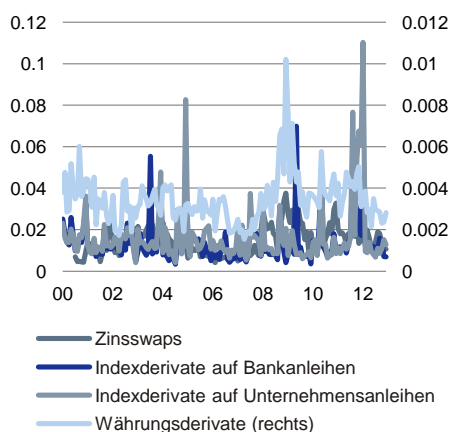
Mit den neuen Vorschriften werden CCPs zu einem wichtigen Pfeiler der Finanzinfrastruktur. Es ist jedoch zu beachten, dass das zentrale Clearing von OTC-Derivaten kein Patentrezept zur Beseitigung von Gegenpartierisiken ist und CCPs sogar selbst zu einer neuen Quelle systemischer Risiken für die Finanzmärkte werden können. So verweisen die Gegner des zentralen Clearing auf das mit den CCPs verbundene Konzentrationsrisiko. Ihrer Ansicht nach erfüllen CCPs als nicht substituierbare, eng verflochtene und international tätige sowie voraussichtlich große Institute alle wesentlichen Kriterien für systemrele-

²⁴ Die Stichprobe umfasst den Zeitraum 2008-2012.



Reform der OTC-Derivatemarkte

Monatliche Volatilität der Finanzprodukte 25



EUR/USD bei Währungen

Quellen: FED, EZB, Markit, DB Research

vante Finanzinstitute gemäß Definition des FSB.²⁵ Dies hat auch der FSB (April 2012, S.12) selbst bestätigt: „Wir gehen davon aus, dass alle CSDs, SSSs, CCPs und TRs systemrelevant sind.“ Entsprechend hat der Financial Stability Oversight Council kürzlich acht dieser „Financial Market Utilities“ für systemrelevant erklärt. Befürworter des zentralen Clearing halten dem entgegen, dass CCPs – durch ihr effektives Risikomanagement und indem sie dem Aufbau hoher Positionen entgegenwirken – durchaus geeignete Instrumente zur Minderung von Gegenparteirisiken seien.²⁶

Insolvenz- und/oder Beinahe-Insolvenzfälle aus der Vergangenheit könnten Auskunft darüber geben, welches Risiko mit CCPs verbunden ist. Laut IWF (April, 2010)²⁷ waren alle CCP-Ausfälle der jüngeren Vergangenheit – z.B. die Insolvenz der französischen Caisse de Liquidation im Jahr 1974 und des Kuala Lumpur Community Clearing House in Malaysia im Jahr 1983, die Rettung der Hong Kong Futures Exchange im Jahr 1987 sowie die Beinahe-Insolvenz der Chicago Mercantile Exchange and Options Clearing Corporation im Jahr 1987 – eine Folge der zu späten Erhöhung der Anforderungen an Margins durch die CCPs in Reaktion auf eine gestiegene Marktvolatilität. Das würde bedeuten, dass sich die Zahlungsschwierigkeiten vermeiden ließen, würden die CCPs bei hoher Volatilität rechtzeitig ihre Anforderungen an Margins anheben.

Auch wenn aber eine frühzeitige Anpassung der Anforderungen an Margins die Insolvenz von CCPs theoretisch verhindern könnte, dürfte es sich unter den heutigen Marktbedingungen in der Praxis als schwierig erweisen, Risiken richtig vorherzusagen und zu steuern. Basierend auf der Normalitätsannahme, die weithin zur Modellierung finanzieller Variablen verwendet wird, sollte ein Anstieg der täglichen Aktienmarktrendite²⁸ um die fünffache Standardabweichung alle 4.776 Jahre vorkommen – faktisch ist dies jedoch 44 Mal seit 1950 und sechsmal seit 2008 vorgekommen. Ausreißer und Marktverzerrungen treten also deutlich häufiger auf, als theoretische Modelle es erwarten lassen. Da CCPs nicht substituierbar sind, sollten die Regulierungsbehörden zusätzliche Maßnahmen zur Verbesserung der Systemstabilität prüfen. Diese könnten beispielsweise noch höhere Sicherheitspolster (d.h. Kapitalanforderungen) für CCPs, die Klärung des Zugangs zu Zentralbankliquidität und die Einrichtung einer gemeinsamen fiskalischen Auffanglinie für insolvente CCPs beinhalten. Andernfalls könnte die unerwartete Insolvenz einer zentralen Gegenpartei das globale Finanzsystem ernsthaft in Gefahr bringen und CCPs wären die nächsten Institute, die „too big to fail“ sind.

6. Fazit

In der vorliegenden Studie haben wir die Reformen der Derivatemarktinfrastruktur näher unter die Lupe genommen. Ziel der G20-Reformen ist es, grob gesagt, eine robuste Finanzinfrastruktur zu schaffen, die zudem rechtzeitig verlässliche Daten bereitstellt. Die neuen Vorschriften in den Vereinigten Staaten und in der EU stimmen in vielen, aber nicht in allen Punkten überein. Auch scheint es, als sei der Reform-Prozess in den Vereinigten Staaten schon etwas weiter fortgeschritten, während in Europa die meisten Vorschriften erst 2014 in Kraft treten. Außerdem sind noch einige wichtige Fragen offen, die von den Regulierungsbehörden noch klarer zu beantworten sind – etwa die Definition, was standardisierte/qualifizierte Kontrakte sind, oder die Bereitstellung von Liquidität für CCPs.

²⁵ Siehe Weistroffer (2011) für eine ausführliche Erörterung.

²⁶ Siehe Acharya et al. (2009) für eine detaillierte Erörterung.

²⁷ Siehe IWF (April 2010), Kapitel 3. Making Over-The-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counter Parties, Box 3.5: History of Central Counterparty Failures and Near Failures.

²⁸ Wir beziehen uns hier auf den S&P-Index.



Reform der OTC-Derivatemärkte

Die angesprochenen Reformen haben sich bereits auf die Marktstrukturen und Handelsvolumina ausgewirkt. Der Rückgang des Handelsvolumens am Derivatemarkt nach der Finanzkrise erklärt sich weitgehend durch die „Trade Compression“. Wir beobachten zwar eine Verschiebung der Kontraktabwicklung von Dealern hin zu CCPs – in deutlichem Umfang bei Zinsderivaten und in geringerem Umfang bei Kreditderivaten – die tatsächliche Kapazität des Clearing-Marktes ist jedoch weit größer. Dies zeugt von einem fehlenden Anreiz der Marktteilnehmer für zentrales Clearing. Überdies scheint der regulatorische Druck in Richtung einer stärkeren Standardisierung bislang kaum zu wirken, denn die Börsenplattformen werden nur spärlich genutzt. Die neuen Sicherheitenanforderungen würden den Handel für alle Marktteilnehmer verteuern, wobei nichtfinanzielle Gegenparteien relativ betrachtet stärker betroffen sein dürften – was jedoch schlicht den bislang geringen Grad der Besicherung in diesem Markt widerspiegelt. Der Konzentrationsprozess bei den CCPs ist eine bemerkenswerte Entwicklung in der Finanzinfrastruktur. Dabei sind einige marktbeherrschende CCPs auch auf das Clearing bestimmter Produkte spezialisiert.

Vor allem unter volatilen Marktbedingungen dürften die Sicherheitenanforderungen, etwa die Höhe der Initial Margins, nach Einführung der Clearingpflicht stark steigen. Andererseits scheint die zentrale Abwicklung kaum zu einer höheren Liquidität des Derivatemarkts beizutragen, sondern könnte diese sogar verringern. Die Einführung einer FTT würde sich im Zusammenwirken mit konsequentem regulatorischem Druck verheerend auf die Liquidität des Marktes auswirken. Und schließlich könnten CCPs selbst bei angemessener Kapitalisierung in Phasen schwerer Marktturbulenzen und hoher Ungewissheit zu ernsthaften systemischen Risiken werden. Die Regulierungsbehörden sollten deshalb explizit Notfallpläne für eine mögliche Insolvenz von CCPs ausarbeiten.

Orcun Kaya (+49 69 910-31732, orcun.kaya@db.com)



Literaturverzeichnis

- BIZ (April 2012). Principles for financial market infrastructures. Konsultationsbericht.
- BIZ (Juli 2012). Recovery and resolution of financial market infrastructures. Konsultationsbericht.
- BIZ (Februar 2013). Margin requirements for non-centrally cleared derivatives. Konsultationsbericht.
- BIZ (April 2013). Authorities access to trade repository data. Konsultationsbericht.
- Chlistalla, Michael (2010). OTC derivatives: A new market infrastructure is taking shape. Deutsche Bank Research.
- CFTC (Juli 2012). End-user exception to the clearing requirement for swaps. Final Rule.
- CFTC (Dezember 2011). Process for a designated contract market or swap execution facility to make a swap available to trade under section 2(h)(8) of the commodity exchange act; swap transaction compliance and implementation schedule; trade execution requirement under section 2(h) of the CEA. Final Rulemaking.
- Duffie, Darrell und Haoxiang Zhu (2011). Does a central clearing counterparty reduce counterparty risk? Working Paper.
- ESMA (2012/200). Kriterien für die Festlegung der clearingpflichtigen Kategorien von OTC-Derivatekontrakten.
- ESMA (2012/648). Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister.
- ESMA (2013/152). Eigenkapitalanforderungen an zentrale Gegenparteien.
- ESMA (2013/153). Anforderungen an zentrale Gegenparteien.
- ESMA (2013/925). Clearing obligation under EMIR. Diskussionspapier.
- ESMA (März 2013). What does EMIR mean for non-financial counterparties?
- FSB (April 2012). Principles for financial market infrastructures.
- FSB (April 2013). OTC derivatives reforms. Fifth progress report in implementation.
- Heller, Daniel und Nicholas Vause (2011). Expansion of central clearing. BIS Quarterly Review.
- Heller, Daniel und Nicholas Vause (2012). Collateral requirements for mandatory central clearing of over-the-counter derivatives. BIS Working Paper 373.
- IWF (April 2010). Meeting new challenges to stability and building a Safer system. Finanzstabilitätsbericht.
- ISDA (2009). Derivatives usage survey. Research Notes, Nr. 2.
- ISDA (2010). The importance of close-out netting. Research Notes.
- ISDA (Juni 2013a). OTC derivatives market analysis for year-end 2012.
- ISDA (Juni 2013b). Margin survey 2013.
- Pirrong, Craig (2009). The economics of clearing in derivatives markets: Netting, asymmetric information, and the sharing of default risks through a central counterparty. University of Houston. Working Paper.



Reform der OTC-Derivatemärkte

- Pirrong Craig (2011). The economics of central clearing: Theory and practice. ISDA Discussion Papers Series.
- Singh, Manmohan (2010). Collateral, netting and systemic risk in the OTC derivatives market. IMF Working Papers.
- Viral Acharya, Robert Engle, Stephen Figlewski, Anthony Lynch und Marti Subrahmanyam (2009). Centralized clearing for credit derivatives. Financial markets, institutions & instruments, S. 168-170.
- Weistroffer, Christian (2010). Credit Default Swaps: Auf dem Weg zu einem robusteren System. Deutsche Bank Research.
- Weistroffer, Christian (2011). Systemisch relevante Finanzinstitute (SIFIs). Wie misst man systemische Relevanz? Deutsche Bank Research.
- Zähres, Meta (2011). OTC derivatives market, update on current regulatory initiatives. Deutsche Bank Research.

© Copyright 2013. Deutsche Bank AG, DB Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg