

036775/EU XXIV.GP  
Eingelangt am 16/09/10

**DE**

**DE**

**DE**



EUROPÄISCHE KOMMISSION

Brüssel, den 15.9.2010  
SEK(2010) 1059

**ARBEITSDOKUMENT DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN**

**ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG**

*Begleitdokument zum*

Vorschlag für eine

**VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES**

**über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister**

{KOM(2010) 484 endgültig}  
{SEK(2010) 1058}

Derivate sind ein wichtiges Element im modernen Finanzwesen. Sie sind im Grunde finanzielle Verträge, die den Handel mit Risiken und deren Umverteilung erleichtern. Ihren Namen verdanken sie dem Umstand, dass ihr Wert von einem Basiswert wie dem Preis eines Finanzinstruments (z. B. der Aktie einer börsennotierten Gesellschaft) oder einer Ware (z. B. Öl) abgeleitet wird. Da durch Derivate Risiken umverteilt werden, können sie zur Absicherung gegen ein bestimmtes Risiko („Hedging“) oder umgekehrt als Instrument zur Übernahme von Risiken (Investition oder Spekulation) verwendet werden. Daneben können sie zur Arbitrage zwischen verschiedenen Märkten eingesetzt werden.

Die Palette der Derivate reicht von Produkten, deren Parameter (Nominalwert, Fälligkeit usw.) vollständig standardisiert sind (z. B. Terminkontrakte) bis zu Instrumenten, die ganz auf die spezifischen Bedürfnisse eines bestimmten Nutzers zugeschnitten sind (z. B. Swaps). Die Art des Derivats bestimmt in der Regel auch die Art und Weise, in der es gehandelt wird: voll standardisierte Derivate werden üblicherweise an organisierten Handelsplätzen (d. h. Derivatebörsen) gehandelt, wohingegen kundenspezifisch gestaltete Derivate bilateral, d. h. im Freiverkehr – oder nach allgemeinem Sprachgebrauch „over-the-counter“ (OTC) – gehandelt werden.

Die Finanzkrise hat den OTC-Derivatemarkt ins Zentrum der Aufmerksamkeit der Regulierungsbehörden gerückt. Der Beinahe-Zusammenbruch von Bear Sterns im März 2008, der Ausfall von Lehman Brothers am 15. September 2008 und die Rettung der AIG tags darauf haben die Unzulänglichkeiten im Funktionieren dieses Marktes verdeutlicht. Vor diesem Hintergrund richteten die Regulierer besonderes Augenmerk auf die Rolle, die Kreditausfallversicherungen („Credit Default Swaps“ – CDS) bei der Krise spielten.

Seit Oktober 2008 arbeitet die Kommission aktiv daran, die Unzulänglichkeiten, die die Krise ans Tageslicht gebracht hat, zu beheben. Zunächst konzentrierte sie sich auf den CDS-Markt und erreichte, dass sich die wichtigsten Händler am Markt zum Clearing europäischer CDS-Transaktionen über eine zentrale Gegenpartei („Central Counterparty“ – CCP) verpflichteten. Mittelfristig wurde die eingehende Überprüfung der Derivatemärkte in den Fokus gerückt. Ergebnis war die Veröffentlichung zweier Kommissionsmitteilungen zu den Derivatemärkten im Juli und Oktober 2009.

In der ersten Mitteilung wurden die Rolle von Derivaten in der Finanzkrise analysiert, die mit Derivatemärkten verbundenen Vorteile und Risiken untersucht und Möglichkeiten zur Verringerung der ermittelten Risiken geprüft. In der zweiten Mitteilung wurden die künftigen politischen Maßnahmen erläutert, die die Kommission vorzuschlagen beabsichtigt, um die Transparenz des Derivatemarktes zu verbessern, Gegenparteiausfallrisiken und operationelle Risiken zu reduzieren und Marktintegrität und -aufsicht zu stärken.

Der Folgenabschätzungsbericht ist ein Begleitdokument zu einigen der von der Kommission angekündigten Vorschläge, insbesondere zu den Vorschlägen, die sich auf die Erhöhung der Transparenz und die Reduzierung der Gegenparteirisiken und operationellen Risiken durch die Nutzung von Nachhandelsmarktinfrastrukturen beziehen.

### *Transparenz*

Es liegt in der Natur des OTC-Derivatemarktes, dass er intransparent ist. OTC-Derivate sind privat gehandelte Kontrakte. Somit sind Informationen, die diese Derivate betreffen, in der Regel ausschließlich für die Vertragspartner zugänglich.

Die Finanzkrise hat deutlich gemacht, dass ein Informationsdefizit bezüglich der Positionen und Exponierungen einzelner Unternehmen in OTC-Derivaten besteht. Zum einen hindert dieses Informationsdefizit die Regulierer daran, Risiken, die sich in einzelnen Instituten und im System als Ganzes aufbauen, rechtzeitig aufzudecken, sowie daran, die Folgen des Ausfalls eines Marktteilnehmers genau zu bewerten und in einem entsprechenden Fall angemessen zu reagieren (der Fall Lehmann hat dies deutlich vor Augen geführt). Zum anderen nährt das Informationsdefizit in Zeiten der Krise Misstrauen und Unsicherheit bei den Marktteilnehmern.

### *Gegenparteiausfallrisiken*

Derivatekontrakte binden Gegenparteien für die Laufzeit eines OTC-Derivatekontrakts aneinander. Über den gesamten Lebenszyklus eines Kontrakts hinweg bauen die Gegenparteien Forderungen gegeneinander auf, da sich die aus dem Kontrakt ergebenden Rechte und Pflichten entsprechend dem dem Kontrakt zugrunde liegenden Basiswert verändern. Daraus entsteht ein Gegenparteiausfallrisiko, also das Risiko, dass eine Gegenpartei ihren vertraglichen Verpflichtungen bei Fälligkeit nicht nachkommt. Die Funktion des Clearings besteht darin, diese Risiken im Zeitverlauf zu managen. Das Clearing kann zentral durch eine zentrale Gegenpartei (CCP) oder bilateral durchgeführt werden. Auf dem OTC-Derivatemarkt kommen zwar beide Formen des Clearings zur Anwendung, doch ist das bilaterale Clearing die am häufigsten anzutreffende Form.

Die Krise hat deutlich gemacht, dass die Gegenparteirisiken im Zusammenhang mit OTC-Derivaten deutlich höher sind, als die betreffenden Marktteilnehmer und Regulierer ursprünglich angenommen hatten. Anders ausgedrückt: die zur Abfederung der Gegenparteirisiken eingesetzten Sicherheiten waren unzureichend. Hauptgrund hierfür war die unzureichende Besicherung in dem Teil des Marktes, in dem das bilaterale Clearing praktiziert wird – entweder weil von bestimmten Marktteilnehmern keine Besicherung ihrer OTC-Derivategeschäfte verlangt wird oder aufgrund von Problemen im Zusammenhang mit den Risikomanagementprozessen derjenigen Marktteilnehmer, die Sicherheiten leisten.

### *Operationelles Risiko*

Ein OTC-Derivategeschäft umfasst mehrere Prozessschritte, angefangen vom Zeitpunkt, zu dem zwei Parteien sich über ein Geschäft einigen, bis zu dem Zeitpunkt, zu dem die Transaktion bestätigt wird. Darüber hinaus sind während des Lebenszyklus eines OTC-Derivatekontrakts verschiedene Ereignisse zu managen, die sich aus den vertraglichen Rechten und Pflichten ergeben (z. B. Verwaltung von Sicherheiten, Abwicklung von Barzahlungen).

Da der OTC-Derivatemarkt ein hohes Maß an Flexibilität bei der Festlegung der wirtschaftlichen und rechtlichen Bedingungen von Derivatekontrakten erlaubt, gibt es eine Vielzahl hochgradig maßgeschneiderter und komplexer Kontrakte. Solche Kontrakte erfordern nach wie vor in erheblichem Umfang manuelle Operationen bei zahlreichen Schritten der Abwicklung. Damit erhöht sich das operationelle Risiko. Außerdem kann dies dazu führen, dass rechtliche Risiken hinzukommen, dass die Transparenz beeinträchtigt wird, und sogar dazu, dass sich das Gegenparteirisiko noch erhöht.

## *Ziele*

Im Rahmen der Folgenabschätzung wird die Möglichkeit geprüft, auf Gemeinschaftsebene Lösungen für die im Vorangehenden umrissenen Probleme zu entwickeln. Allgemeines Ziel ist es, Systemrisiken zu verringern und Sicherheit und Effizienz des OTC-Derivatemarkts zu erhöhen. Wie bereits dargelegt, erfordert die Erreichung dieses allgemeinen Ziels die Verwirklichung dreier spezifischer politischer Ziele: i) Erhöhung der Transparenz; ii) Reduzierung des Gegenparteirisikos; iii) Reduzierung des OTC-Derivaten innewohnenden operationellen Risikos. Da diese Ziele immer noch relativ umfassend sind, bedarf es der Definition stärker operationalisierter Ziele:

1. Beschaffung vollständiger, umfassender Informationen über OTC-Derivatepositionen;
2. weitere Verbreitung des Clearings über CCPs;
3. Verbesserung der bilateralen Clearing-Praxis;
4. stärkere Standardisierung von OTC-Derivatekontrakten.

## *Bevorzugte Politikoptionen und Politikinstrumente*

Im Rahmen der Folgenabschätzung werden anschließend die Auswirkungen der einzelnen Politikoptionen mit Blick auf die oben genannten operationellen Ziele analysiert und mit einem Basisszenario verglichen, um das am besten geeignete Vorgehen zu bestimmen. Auf der Grundlage dieser Analyse führt die Folgenabschätzung zu dem Fazit, dass der größte Nettonutzen durch Maßnahmen erzielt würde, die

1. die Marktteilnehmer dazu verpflichten, alle notwendigen Informationen zu ihren OTC-Derivateportfolios an ein Transaktionsregister oder – falls dies nicht möglich sein sollte – direkt an die Regulierungsstellen zu melden; die Veröffentlichung von Informationen zur Gesamtposition vorschreiben;
2. für OTC-Derivate, die bestimmten Qualifikationskriterien entsprechen, das Clearing durch CCPs verbindlich vorschreiben;
3. spezifische Ziele für das bilaterale Clearing von Transaktionen mit OTC-Derivaten festlegen;
4. spezifische Ziele für die Standardisierung der rechtlichen Bestimmungen und der Verfahren festlegen.

Angesichts der bevorzugten Optionen sowie der Notwendigkeit, EU-weit eine einheitliche Anwendung des Rechtsrahmens ohne jegliches „Gold-Plating“ und ohne Belassung von Restbefugnissen bei den nationalen Gesetzgebern zu gewährleisten, wird eine Verordnung als das geeignetste Instrument betrachtet, um die angestrebten Ziele zu verwirklichen.

## *Nachhandelsmarktinfrastuktur*

Mit dem Beschluss, die Inanspruchnahme von CCPs und Transaktionsregistern vorzuschreiben, wird die systemische Bedeutung der CCPs weiter gestärkt und den Transaktionsregistern eine systemische Rolle zugewiesen (die sie bisher nicht hatten). Daraus

leitet sich die Verpflichtung ab, dafür zu sorgen, dass diese Infrastruktur sicher und solide ist, so dass es nicht zu einer Situation kommen kann, in der sich das systemische Risiko aufgrund der Inanspruchnahme der Infrastruktur tatsächlich noch erhöht anstatt sich zu verringern. In der Folgenabschätzung wird festgestellt, dass es zur Erreichung dieses Ziels die identifizierten, aber noch ungelösten Probleme hinsichtlich der Funktionsweise von CCPs und Transaktionsregistern anzugehen gilt.

### *Zentrale Gegenparteien*

Eine CCP ist definiert als eine zwischen Gegenparteien zwischengeschaltete Stelle bei Kontrakten, die auf einem oder mehreren Finanzmärkten gehandelt werden, wobei die CCP als Käufer gegenüber jedem Verkäufer und als Verkäufer gegenüber jedem Käufer auftritt. Aufgrund ihrer zentralen Rolle am Markt trägt eine CCP in der Regel kein Marktrisiko (letzteres wird weiterhin von den ursprünglichen Geschäftspartnern getragen). Als Gegenpartei für jede Position trägt die CCP jedoch das Kreditrisiko, wenn eine ihrer Gegenparteien ausfällt. Analog dazu tragen die Gegenparteien einer CCP das Risiko, dass die CCP ihrerseits ausfällt. Eine CCP federt ihre Exposition gegenüber Gegenparteiausfallrisiken durch eine Reihe von Schutzmechanismen ab. Üblicherweise zählen dazu Zugangsbeschränkungen, Risikomanagementinstrumente (z. B. Besicherung) und eine gemeinschaftliche Verlustdeckung. Diese Mechanismen in ihrer Gesamtheit werden als „Wasserfall-Struktur“ der CCP bezeichnet.

Aufgrund ihrer risikodämpfenden Rolle sind CCPs kritische Komponenten des von ihnen bedienten Marktes. Ihr Ausfall wird somit potenziell zu einem systemischen Ereignis. Wegen ihrer systemisch bedeutsamen Rolle unterliegen CCPs einer strengen Regulierung. In der EU werden CCPs auf nationaler Ebene reguliert. Die Vorschriften zur Regulierung von CCPs unterscheiden sich von einem Mitgliedstaat zum anderen. Durch die uneinheitlichen Rahmenbedingungen wird die grenzüberschreitende Bereitstellung von CCP-Diensten teurer und potentiell unsicherer, als es wünschenswert wäre, was die Integration des europäischen EU-Finanzmarktes behindert.

Angesichts dessen prüfte die Kommission im Jahr 2006 die Möglichkeit, EU-Rechtsvorschriften für CCPs einzuführen, entschied sich dann aber dagegen und setzte stattdessen auf eine Kombination aus Selbstregulierung der Branche (Aufforderung an die Branche, sich auf einen Verhaltenskodex zu verständigen) und Zusammenarbeit der Mitgliedstaaten (Aufforderung zur Fertigstellung der ESZB-CESR-Empfehlungen für CCPs), um eine sicherere und effizientere Erbringung von CCP-Dienstleistungen in der EU zu gewährleisten.

Es zeigte sich dann aber, dass der von der Kommission gewählte Ansatz nicht ausreichen würde, um die sich im Zusammenhang mit CCPs stellenden Probleme zu beseitigen, was zum Teil auf die Schwächen des Ansatzes selbst und zum Teil auf das Auftreten neuer Probleme zurückzuführen ist. Was die Schwächen des Ansatzes betrifft, wurde insbesondere erkannt, dass mit Empfehlungen nicht dasselbe Ergebnis hinsichtlich einer Harmonisierung von Regulierung und Rechtsvorschriften auf EU-Ebene erreicht werden kann. Bei den neuen Problemen geht es unter anderem um Hindernisse für den Aufbau von Geschäftsverbindungen, um die sich abzeichnende Gefahr eines „Risikowettbewerbs“ zwischen CCPs und um die Übertragbarkeit von Sicherheiten im CCP-Umfeld.

Angesichts der genannten Probleme werden im Rahmen der Folgenabschätzung Möglichkeiten geprüft, wie Sicherheit und Effizienz der Nachhandelsmarktinfrastruktur sowie

der Anlegerschutz in der EU verbessert werden können. Hierzu werden vier spezifische Ziele definiert: i) Erhöhung der Sicherheit von CCPs; ii) Schaffung einheitlicher Rahmenbedingungen für die Erbringung von CCP-Dienstleistungen; iii) Erleichterung des Aufbaus von Geschäftsverbindungen zwischen CCPs; iv) Gewährleistung eines zusätzlichen Schutzes für Marktteilnehmer mit indirektem Zugang zu CCPs. Voraussetzung für die Erreichung dieser spezifischen Ziele ist die Verwirklichung folgender operationeller Ziele:

1. Beseitigung der Hindernisse für die grenzüberschreitende Erbringung von CCP-Dienstleistungen;
2. Beseitigung der Hindernisse für den Aufbau von Geschäftsverbindungen zwischen CCPs;
3. Verhinderung eines Risikowettbewerbs zwischen CCPs;
4. Erleichterung der Übertragbarkeit von Kundenpositionen und der entsprechenden Margins.

Im Rahmen der Folgenabschätzung werden anschließend die Auswirkungen der einzelnen Politikoptionen mit Blick auf die oben genannten operationellen Ziele analysiert und mit einem Basisszenario verglichen, um das am besten geeignete Vorgehen zu bestimmen. Auf der Grundlage dieser Analyse führt die Folgenabschätzung zu dem Fazit, dass der größte Nettonutzen durch folgende Maßnahmen erzielt würde:

1. Einführung einer Art „Pass“ für die Erbringung von CCP-Dienstleistungen auf der Grundlage einer nationalen Zulassung und Beaufsichtigung von CCPs bei gleichzeitiger Stärkung der Rolle des Kollegiums der Aufsichtsbehörden;
2. Einführung gemeinsamer Anforderungen und Verfahren, die für CCPs ein Recht auf Abschluss einer Interoperabilitätsvereinbarung begründen, sofern die Risiken beherrscht werden und die zuständigen Behörden die geschäftliche Verbindung genehmigen;
3. Einführung gemeinsamer strenger Risikostandards für CCPs;
4. Verpflichtung für CCPs, indirekten Teilnehmern die Möglichkeit zu bieten, ihre Margins auf getrennten Konten (Omnibus- oder Nominee-Konten) zu hinterlegen, und den Teilnehmern die Entscheidung zu überlassen, ob sie das Angebot in Anspruch nehmen wollen oder nicht.

Auch hier wird eine Verordnung als das geeignetste Instrument betrachtet, um die angestrebten Ziele zu verwirklichen.

### *Transaktionsregister*

Ein Transaktionsregister ist ein zentrales Register, das eine elektronische Datenbank zur Dokumentation offener OTC-Derivatetransaktionen (Kontrakte) unterhält. Zusätzlich zu dieser Haupttätigkeit kann ein Transaktionsregister auch weitere Dienstleistungen anbieten, beispielsweise in den Bereichen Kontrakt-Ereignismanagement oder Abwicklungsdienste. Transaktionsregister gehören erst seit jüngster Zeit zur „Familie“ der Marktinfrastrukturen (das erste Transaktionsregister wurde Ende 2006 eingerichtet) und unterlagen bis vor kurzem keinerlei Regulierung. Der primäre politische Nutzen eines Transaktionsregisters besteht

darin, dass es aufgrund seiner Dokumentationsfunktion und der Zuverlässigkeit der gespeicherten Informationen für mehr Transparenz sorgt.

Das Hauptproblem, das in der Krise zu Tage trat, betraf die Geschwindigkeit des Zugangs der Regulierer zu den im Transaktionsregister für Kreditderivate (dem einzigen Transaktionsregister, das seinerzeit existierte) abgespeicherten Informationen. Mit der systemischen Bedeutung, die Transaktionsregister aufgrund der Berichtspflichten erlangen werden, wird die Frage des Zugangs zu Informationen seitens der Regulierer noch mehr an Bedeutung gewinnen. Darüber hinaus werden in Anbetracht der Berichtspflichten verschiedene andere Aspekte der Geschäftstätigkeit eines Transaktionsregisters zu regeln sein.

In der Folgenabschätzung wird untersucht, wie sichere, solide und effiziente Transaktionsregister bereitgestellt werden können, die die notwendige Unterstützung bei der Wahrnehmung der Berichtspflichten leisten und sicherstellen, dass die zuständigen Behörden über die für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben erforderlichen Informationen verfügen. Mit Blick auf die Realisierung dieses allgemeinen Ziels werden in der Folgenabschätzung drei spezifischere Politikziele definiert: i) Gewährleistung der Sicherheit und Zuverlässigkeit der in einem Transaktionsregister abgespeicherten Informationen; ii) Schaffung einheitlicher Rahmenbedingungen für die Bereitstellung der Dienste von Transaktionsregistern; iii) Gewährleistung, dass die zuständigen Behörden uneingeschränkten Zugang zu den in den Transaktionsregistern abgespeicherten Informationen haben. In der Folgenabschätzung wird ein einziges operationelles Ziel genannt, nämlich die Einführung gemeinsamer Regeln für die Tätigkeiten von Transaktionsregistern.

Im Rahmen der Folgenabschätzung werden anschließend die Auswirkungen der einzelnen Politikoptionen mit Blick auf die Verwirklichung der operationellen Ziele analysiert und mit einem Basisszenario verglichen, um das am besten geeignete Vorgehen zu bestimmen. Auf der Grundlage dieser Analyse führt die Folgenabschätzung zu dem Fazit, dass der größte Nettotonnen durch den Erlass von Rechtsvorschriften zur Regelung der Tätigkeiten von Transaktionsregistern erreicht würde, wobei deren Registrierung und Beaufsichtigung auf EU-Ebene von der ESMA übernommen werden sollten.

Auch hier wird eine Verordnung als das geeignetste Instrument betrachtet, um die angestrebten Ziele zu verwirklichen.