



Die Reform der Regulierung von zentralen Clearingstellen in der EU (EMIR 2)

- Auf den globalen Zins- und Kreditderivatemärkten ist die Verrechnung (sogenanntes Clearing) von außerbörslichen Derivatekontrakten über zentrale Clearingstellen (sogenannte Central Counterparties – CCPs) infolge internationaler Regulierung deutlich angestiegen.
- Diese Derivate sind für die Funktionsfähigkeit und Stabilität der Finanzmärkte der Europäischen Union (EU) besonders relevant. Das Clearing von außerbörslichen Zins- und Kreditderivaten erfolgt überwiegend im Vereinigten Königreich. Mit dem Brexit fällt diese Tätigkeit nicht mehr unter EU-Aufsichtsrecht und wird der Kontrolle durch die EU-Behörden entzogen.
- Die Europäische Kommission hat vor diesem Hintergrund einen Vorschlag für eine Verordnung vorgelegt, mit dem die Aufsicht über CCPs verbessert werden soll (EMIR 2). Der Vorschlag wird derzeit auf EU-Ebene verhandelt.

Die Antwort der G20 auf die Krise des außerbörslichen Derivatehandels

Die G20 hat als Antwort auf die globale Finanzmarktkrise im Jahr 2009 eine Reform des außerbörslichen Derivatehandels beschlossen. Denn der außerbörsliche Derivatehandel hat erheblich zur Verbreitung und Vertiefung der Krise am globalen Finanzmarkt beigetragen. Wesentliche Ursache hierfür war der unzureichende Umgang mit Ausfallrisiken durch die Marktteilnehmer. Zentraler Bestandteil der Reform war deshalb die Forderung, dass standardisierte Derivatekontrakte künftig über zentrale Clearingstellen, kurz CCPs verrechnet werden müssen. CCPs übernehmen im Rahmen der Verrechnung, des Clearings der Derivatekontrakte das Ausfallrisiko der Vertragspartner. Auf diese Weise werden Ausfallrisiken bei CCPs konzentriert und durch Aufrechnung gegenläufiger Positionen sowie durch strenge Anforderungen an das Risikomanagement reduziert.

Zentrale Clearingstellen

oder auch Gegenparteien (Central Counterparties – CCPs) sind Unternehmen, die zwischen Verkäufer und Käufer von Finanzprodukten treten. Auf diese Weise wird das Kontrahentenrisiko, also das Risiko des Ausfalls eines Käufers oder des Verkäufers, für die Vertragsparteien eliminiert und auf die CCP übertragen. Seit 2012 sind europäische Marktteilnehmer aufgrund der Europäischen Marktinfrastrukturverordnung (European Market Infrastructure Regulation – EMIR) verpflichtet, außerbörsliche (Over the Counter – OTC) Derivatekontrakte, die einer Derivatekategorie im Sinne der EMIR zugeordnet werden können, über eine Zentrale Gegenpartei zu clearen. CCPs zählen neben Transaktionsregistern, Zentralverwahrern, Wertpapierabwicklungssystemen und Zahlungssystemen zu den Finanzmarktinfrastrukturen. Deren Aufgabe ist es, eine effiziente und sichere Abwicklung von Zahlungsströmen zu gewährleisten.



Die Umsetzung der G20-Beschlüsse in der EU (EMIR-Verordnung)

Die EU hat die G20-Beschlüsse im Wesentlichen durch die im Jahr 2012 in Kraft getretene EU-Derivateverordnung (European Markets Infrastructure Regulation, EMIR) umgesetzt. EMIR sieht vor, dass bestimmte außerbörsliche Zins- und Kreditderivate durch CCPs verrechnet werden, die in der EU zugelassen oder – wenn sie ihren Sitz außerhalb der EU haben – anerkannt sind. In der EU zugelassene CCPs unterliegen strengen Anforderungen an das Risikomanagement und werden von den zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten beaufsichtigt. CCPs mit Sitz außerhalb der EU können von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) anerkannt werden, nachdem die Europäische Kommission festgestellt hat, dass der Rechts- und Aufsichtsrahmen in dem Drittstaat, in dem die CCP ihren Sitz hat, mit EMIR gleichwertig ist (sogenanntes Äquivalenzregime). Die ESMA hat seit dem Jahr 2012 über 30 CCPs aus über einem Dutzend Drittstaaten anerkannt. Die Aufsicht über diese CCPs wird jeweils von der Aufsichtsbehörde desjenigen Drittstaats ausgeübt, in dem die jeweilige CCP ihren Sitz hat.

Der Brexit als Herausforderung für die CCP-Regulierung in der EU

Das Clearing über CCPs ist nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in wichtigen Marktsegmenten wie den außerbörslichen (sogenanntes Over-the-Counter, OTC) Zins- und Kreditderivatemärkten in den vergangenen Jahren erheblich gestiegen (siehe www.bundesfinanzministerium.de/mb/20181211, S. 22):

- Im Bereich der OTC-Zinsderivate ist der Anteil des CCP-Clearings im Zeitraum von 2009 bis 2016 von rund 40 % auf rund 80 % gestiegen.

- Im Bereich der OTC-Kreditderivate erfolgte im Zeitraum von 2010 bis 2016 ein Anstieg des CCP-Clearings von unter 10 % auf rund 40 %.

Das Clearing von außerbörslichen Zins- und Kreditderivaten, das für die Funktionsfähigkeit und die Stabilität der EU-Finanzmärkte von großer Bedeutung ist, erfolgt überwiegend im Vereinigten Königreich. Durch das voraussichtliche Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der EU im Zuge des Brexits findet diese Tätigkeit künftig vornehmlich außerhalb der EU-27 statt.

Die Reform der Regulierung von Drittstaaten-CCPs

Die Europäische Kommission hat vor diesem Hintergrund einen Vorschlag für eine Verordnung zur Verbesserung der Aufsicht über CCPs (kurz EMIR 2) vorgelegt. Der Vorschlag sieht in Bezug auf CCPs mit Sitz außerhalb der EU-27 eine Differenzierung zwischen nicht systemrelevanten (sogenannten Tier-1) und systemrelevanten (sogenannten Tier-2) CCPs vor. Das bestehende Äquivalenzregime soll nur für nicht systemrelevante Tier-1-CCPs fortgelten. Für systemrelevante Tier-2-CCPs ist dagegen vorgesehen, dass die wesentlichen EU-Aufsichtsanforderungen gemäß EMIR unmittelbar gelten. Zudem sollen sie direkt durch die ESMA und diejenigen emittierenden Zentralbanken in der EU beaufsichtigt werden, in deren Währung das Clearing erfolgt (für den Euro ist dies die Europäische Zentralbank, EZB). Eine Drittstaaten-CCP kann auf Antrag von der Einhaltung der Aufsichtsanforderungen gemäß EMIR befreit werden, wenn die ESMA feststellt, dass die CCP vergleichbaren Anforderungen im Drittstaat unterliegt (sogenannte Comparable Compliance). Die jeweils betroffenen emittierenden Zentralbanken sollen über EMIR hinausgehende geldpolitisch begründete zusätzliche Anforderungen an die Drittstaaten-CCP stellen können, deren Einhaltung Voraussetzung für die Anerkennung der CCPs sind. Darüber hinaus ist die Möglichkeit vorgesehen, die Verlagerung von Clearing in die EU zu verlangen,



wenn dies zum Schutz der Finanzstabilität in der EU erforderlich ist. Die Entscheidung über die Verlagerung soll die Europäische Kommission auf gemeinsame Empfehlung der ESMA und den betroffenen emittierenden Zentralbanken treffen können.

Die Reform der Regulierung von EU-CCPs

Der EMIR 2-Vorschlag sieht neben der Überarbeitung des Drittstaatenregimes auch eine Reform des bestehenden Regulierungsrahmens für EU-CCPs vor. In Bezug auf EU-CCPs sollen die ESMA und die jeweils betroffenen emittierenden Zentralbanken umfangreiche Mitentscheidungsrechte bei Aufsichtsentscheidungen durch die zuständigen Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten erhalten.

Einrichtung eines neuen Aufsichtsgremiums bei der ESMA

Zur Erfüllung der neuen Aufsichtsaufgaben der ESMA sowohl im Bereich der Drittstaaten-CCPs als auch im Bereich der EU-CCPs sieht der Entwurf der Europäischen Kommission die Einrichtung eines neuen Aufsichtsgremiums bei der ESMA vor (CCP-Exekutivausschuss). Das Gremium soll von einem unabhängigen Vorsitzenden geleitet werden, der

auf Vorschlag der Europäischen Kommission vom Rat und vom Europäischen Parlament ernannt werden soll. Sofern eine Aufsichtsentscheidung in Bezug auf eine einzelne CCP getroffen werden soll, soll dem Gremium auch ein Vertreter der zuständigen Aufsichtsbehörde der betroffenen CCP als stimmberechtigtes Mitglied angehören. Dem Gremium sollen ferner ein Vertreter der EZB, die Vertreter der sonstigen betroffenen emittierenden Zentralbanken sowie ein Vertreter der Europäischen Kommission als nicht stimmberechtigte Mitglieder angehören.

Ausblick

Der Vorschlag der Europäischen Kommission wurde vom Europäischen Parlament und im Rat von einer Arbeitsgruppe beraten, der Vertreter der Finanzministerien der Mitgliedstaaten angehören. Das Europäische Parlament hat am 16. Mai 2018 einen Bericht zum Vorschlag der Kommission vorgelegt. Der Rat hat am 3. Dezember 2018 eine Allgemeine Ausrichtung verabschiedet. Dabei hat der Rat den Vorschlag der Europäischen Kommission zur Neugestaltung der ESMA-Aufsicht angepasst und die Befugnisse der EZB stärker konkretisiert als ursprünglich vorgeschlagen. Auf dieser Grundlage wird nunmehr das Trilogverfahren zwischen Europäischer Kommission, Rat und Europäischem Parlament durchgeführt.