RAT DER EUROPÄISCHEN UNION

Brüssel, den 8. Juli 2009 (09.07)
(OR. en)

11873/09

EF 102
ECOFIN 511

ÜBERMITTLUNGSVERMERK

Absender:	Herr Jordi AYET PUIGARNAU, Direktor, im Auftrag des Generalsekretärs der Europäischen Kommission
Eingangsdatum:	6. Juli 2009
Empfänger:	der Generalsekretär/Hohe Vertreter, Herr Javier SOLANA
Betr.:	Mitteilung der Kommission – Gewährleistung effizienter, sicherer und solider Derivatemärkte

Die Delegationen erhalten in der Anlage das Kommissionsdokument - KOM(2009) 332 endgültig.

Anl.: KOM(2009) 332 endgültig

KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

Brüssel, den 3.7.2009
KOM(2009) 332 endgültig

MITTEILUNG DER KOMMISSION

Gewährleistung effizienter, sicherer und solider Derivatemärkte

{SEK(2009) 905 endgültig}
{SEK(2009) 914 endgültig}

MITTEILUNG DER KOMMISSION

Gewährleistung effizienter, sicherer und solider Derivatemärkte

(Text von Bedeutung für den EWR)

1. EINLEITUNG

Die derzeitige Finanzkrise hat die Derivate 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 am 16. September 2008 verdeutlichten die wichtige Rolle, die die Derivate im Allgemeinen und die Credit Default Swaps (CDS) im Besonderen gespielt haben.

Über die Vorteile und Risiken der Derivatemärkte vor dem Hintergrund der Finanzkrise ist man sich weitgehend einig. Im Bericht der Hochrangigen Expertengruppe für Finanzaufsicht unter dem Vorsitz von Jacques de Larosière wurden die Risiken aufgezeigt, die mit der explosionsartigen Verwendung von Kreditderivaten einhergehen, und die Notwendigkeit einer erhöhten Markttransparenz hervorgehoben. Zu diesem Zweck empfahl der Bericht Maßnahmen zur Vereinfachung und Standardisierung der Over-the-Counter (OTC)-Derivate und die Einführung eines zentralen Gegenpartei-Clearing („Central Counter-party Clearing"/ CCP). Auf dem G20-Gipfel in London Anfang April verpflichteten sich seine Teilnehmer, die Standardisierung und die Widerstandsfähigkeit der Kreditderivatemärkte zu fördern, insbesondere aber durch die Einrichtung von zentralen Gegenpartei-Clearingstellen, die einer wirksamen Regulierung und Aufsicht unterworfen sind. Auf dem Europäischen Rat vom 19. Juni 2009 wurde ebenfalls der Ruf nach weiteren Fortschritten laut, mit denen die Transparenz und die Stabilität der Derivatemärkte gewährleistet werden sollen.

Seit Oktober 2008 arbeitet die Kommission aktiv an einer intensiven Überprüfung der Derivatemärkte. Wie in der Mitteilung „Impulse für den Aufschwung in Europa" angekündigt, erläutert die vorliegende Mitteilung nun die Erkenntnisse dieser Überprüfung und schafft die Grundlage für künftige Maßnahmen, mit denen die festgestellten Probleme angegangen werden sollen. Parallel dazu wird die Kommission weiterhin konstruktiv mit der Branche zusammenarbeiten, um die Einhaltung ihrer Verpflichtung zu gewährleisten, bis Ende Juli 2009 eine in der EU ansässige zentrale Gegenpartei-Clearingstelle zu schaffen. Bei der Planung der Folgemaßnahmen wird die Kommission den von der Branche ergriffenen Maßnahmen in jeder Hinsicht Rechnung tragen.

Parallel zu dieser Mitteilung wird ein Arbeitspapier der Kommissionsdienststellen vorgelegt, das einen Überblick über i) die Derivatemärkte und ii) die OTC-Derivatemarktsegmente gibt sowie iii) eine Bewertung der Wirksamkeit der derzeitigen Maßnahmen zur Risikoreduzierung vornimmt, insbesondere was die Credit Default Swaps (CDS) angeht.

Die Kommission bittet die Interessengruppen, zu den in dieser Mitteilung erläuterten Ausrichtungen, insbesondere zu den spezifischen Fragen, die im begleitenden Konsultationsdokument detaillierter dargelegt werden, Stellung zu nehmen. Die Kommentare sollten der Kommission spätestens bis zum 31. August 2009 zugehen.

2. DERIVATE UND DERIVATEMÄRKTE

In diesem Kapitel wird erläutert, was Derivate sind, welche Vorteile sie für die Volkswirtschaft haben und mit welchen Risiken sie verbunden sein können. In der Finanzkrise haben sie eine zentrale Rolle gespielt.

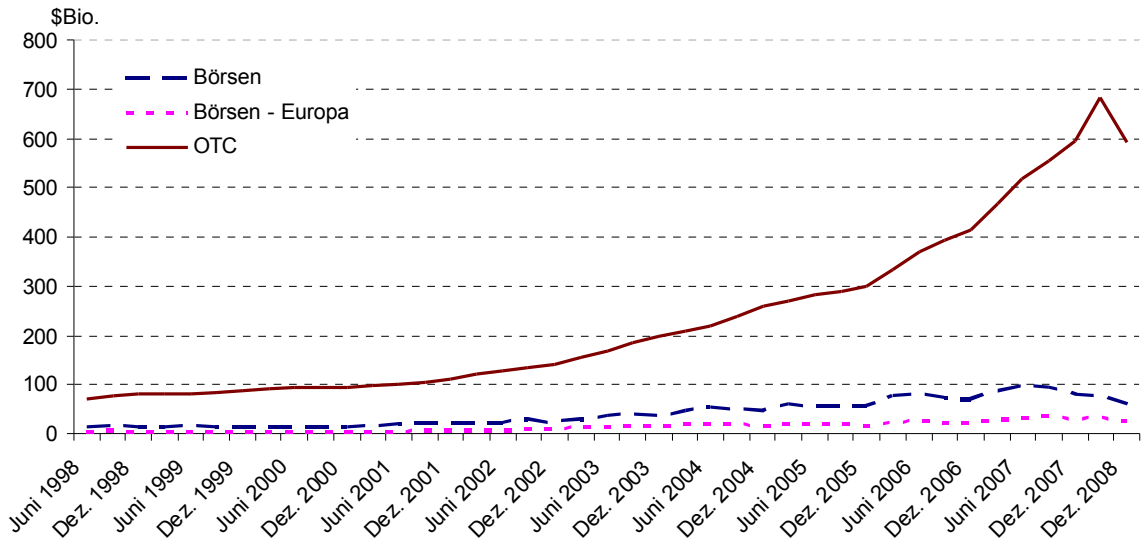
2.1. Was sind Derivate?

Derivate sind Finanzkontrakte, mit denen in der Realwirtschaft erzeugte Risiken gehandelt und umverteilt werden. Für die Wirtschaftsteilnehmer stellen sie deshalb ein wichtiges Instrument für den Risikotransfer dar. Sie können sowohl für die Absicherung als auch für den Erwerb von Risiken verwendet werden und zielen stets auf die Erzielung von Gewinnen ab. Sie heißen Derivate, weil ihr Wert von einem „Basiswert“ wie z.B. einem Finanzinstrument, einer Ware, einer Marktvariablen oder sogar einer Dienstleistung „abgeleitet“ wird.

Es gibt sehr viele Typen von Derivaten. Bei einigen handelt es sich um Standardprodukte (z.B. Terminkontrakte), bei anderen wiederum ist jeder Kontrakt auf die spezifischen Bedürfnisse des Nutzers zugeschnitten (z.B. bei Swaps). Die standardisierten Derivate werden in der Regel an organisierten Handelsplätzen gehandelt, an denen die Kurse veröffentlicht werden (z.B. Derivatebörsen), wohingegen nicht standardisierte Derivate im Freiverkehr, d.h. Over-the-Counter (OTC) gehandelt und die Kurse nicht veröffentlicht werden.

Ihre Verwendung hat in den vergangenen zehn Jahren enorm zugenommen. Dieses Wachstum lässt sich an der Zunahme der OTC-Geschäfte ablesen, wie nachstehende Grafik verdeutlicht:

Volumen der Derivatemärkte: Börse und Freiverkehr



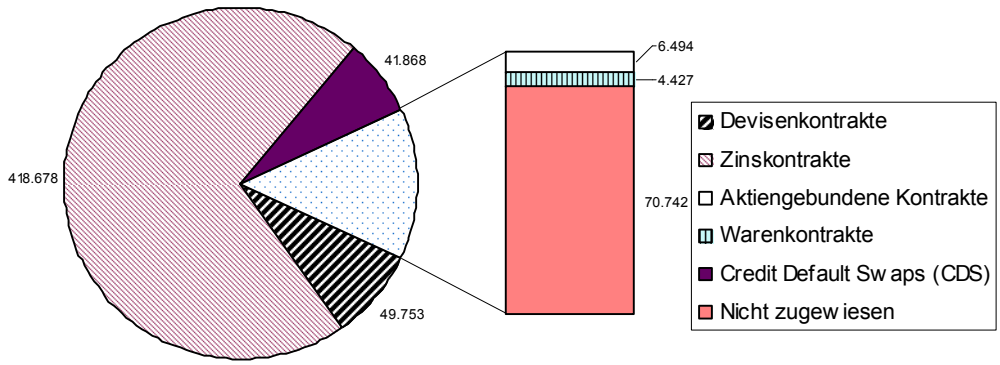
Anmerkung: Die Grafik zeigt für den Zeitraum 1998-2008 die fiktiven Beträge, die im börslichen und außerbörslichen Marktsegment in Billionen USD ausstehen. Die Trends zeigen die weltweit ausstehenden Beträge. Der Marktanteil der europäischen Börsen wird gesondert ausgewiesen (bei den OTC-Daten liegt keine vergleichbare geografische Aufschlüsselung vor). Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ).

Die OTC-Derivate werden in der Regel fünf großen Segmenten zugeordnet: den Devisenderivaten, Zinsderivaten, Aktienderivaten, Warenderivaten und Kreditderivaten, von

denen die Credit Default Swaps (CDS) am Bedeutendsten sind. Die nachstehende Grafik zeigt das relative Gewicht dieser Segmente auf. In Kapitel 3 des Arbeitspapiers der Kommissionsdienststellen werden diese Segmente eingehender erläutert und die verschiedenen Merkmale und Risiken beschrieben, die mit den verschiedenen Typen von OTC-Derivaten einhergehen.

Marktsegmente der OTC-Derivate

Ausstehende fiktive Beträge in Bio. USD, Dezember 2008



Quelle: BIZ (2009)

2.2. Derivate kommen der Wirtschaft zugute, …

Ohne Risikobereitschaft kann eine Volkswirtschaft nicht florieren. Ein Unternehmer, der ein Unternehmen gründet, geht das Risiko ein, dass es insolvent werden kann. Eine Bank, die diesem Unternehmen Kredit gewährt, läuft Gefahr, nicht den vollständigen Betrag zurückzuerhalten. Gründet der Unternehmer jedoch kein Unternehmen, hätte der Sparer, der der Bank seine Ersparnisse anvertraut, eine Gelegenheit weniger, einen Ertrag dafür zu erzielen. Der Sparer weiß, dass je mehr Zinsen er erhält, desto höher die Risiken für das von ihm finanzierte Projekt liegen. Die Finanzierung von Investitionsprojekten hängt also davon ab, ob jemand bereit ist, das damit verbundene Risiko zu tragen. Niemand möchte zu viele Risiken übernehmen. Deshalb ist eine Risikoteilung zu begrüßen.

An diesem Punkt kommen die Derivate ins Spiel. Sie teilen Risiken oder verteilen sie um und können als Schutz gegen ein bestimmtes Risiko („Absicherung“/„Hedge“) oder als Instrument zur Übernahme spekulativer Positionen verwendet werden. Vor allem Unternehmen wie Fluggesellschaften, Unternehmen des produzierenden Gewerbes u.a. greifen auf Derivate zurück, um das Risiko von Preissteigerungen bei den von ihnen verwendeten Grundstoffen abzudecken und so ihren künftigen Bedarf besser planen zu können.

2.3. …können sie aber auch gefährden,…

Durch den Rückgriff auf Derivate können auf diesen Märkten tätige Institute Risiken absichern. Erfolgt diese Absicherung jedoch auf OTC-Märkten, ist es für die Marktteilnehmer und die Aufsichtsbehörden angesichts der fehlenden verlässlichen Informationen über diese Märkte schwierig zu bewerten, ob die Risiken tatsächlich wirksam abgedeckt sind.

Wenn die Derivatehändler weder ‚Market Maker' sind noch ein Interesse am Basiswert haben, begünstigen sie Spekulation, Volatilität und das Auflaufen von Risiken im System. In einem solchen Fall können die Derivate als Hebel in der Bilanz derjenigen Marktteilnehmer verwendet werden, die auf dem Derivatemarkt tätig sind, da Positionen mit geringeren Eigenkapitalanforderungen als für Positionen auf dem Kassamarkt eingegangen werden können.

Wenn zudem eine Gegenpartei ausfällt, kann es schwierig sein, andere Gegenparteien zu finden, die die Absicherung übernehmen. Letztere könnten sich nämlich selbst in einer Notlage befinden oder angesichts einer allgemeineren Ungewissheit vor der Übernahme eines Geschäfts zurückschrecken. Auf Märkten mit wenigen Teilnehmern stellt sich dieses Problem in verschärfter Form.

Zusammengefasst lässt sich also sagen, dass die *Bewertung* des Ausfallrisikos einer Gegenpartei zum Zeitpunkt des Abschlusses des OTC-Kontrakts schwierig ist. Auf hochvernetzten Finanzmärkten würde es eine solche Bewertung grundsätzlich voraussetzen, dass die Marktteilnehmer einander sehr gut kennen. Da OTC-Märkte aber nur wenige Informationen veröffentlichen, ist diese Voraussetzung hier nicht gegeben.

CDS sind unter all diesen Gesichtspunkten besonders anfällig. Während die meisten Derivate von beobachtbaren Marktkursen abhängen (z.B. Zins- oder Wechselkursen), reagieren CDS unterschiedlich. Das von ihnen abgedeckte Risiko, d.h. das Kreditrisiko, ist nicht unmittelbar beobachtbar, erfordert aber spezifische Informationen über den Kreditnehmer, über die in der Regel nur die Banken verfügen. In den letzten Jahrzehnten wurde das Kreditrisiko aber in immer größerem Umfang handelbar, z.B. durch die Verbriefung. Die Bewertung des Risikos bleibt aber schwierig. So können Situationen auftreten, in denen sich der Markt völlig überraschend einem größeren Ausfall gegenüber sieht. Die mit den CDS verbundenen Risiken werden zudem noch durch die Tatsache gesteigert, dass sie mit extrem hohen Eventualverpflichtungen verbunden sind[1]. Diese Risiken sind aber nicht auf die CDS beschränkt. Sie gelten durchweg für alle Derivate, wenn auch in einem weniger dramatischen Ausmaß.

2.4. …wie die Finanzkrise gezeigt hat.

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass diese Risiken nicht theoretisch, sonder real sind. Bear Sterns, Lehman Brothers und AIG waren wichtige Marktteilnehmer auf dem OTC-Derivatemarkt, und zwar entweder als Händler oder Nutzer von OTC-Derivaten oder sogar beides. Ihre Probleme entstanden außerhalb der OTC-Derivatemärkte, gingen mittels der von diesen Häusern ausgestellten CDS aber auf den Derivatemarkt über und kontaminierten angesichts ihrer zentralen Stellung auf sämtlichen OTC-Derivatemärkten nicht nur andere CDS, sondern die gesamte Weltwirtschaft. Die Undurchsichtigkeit des Marktes hinderte die Marktteilnehmer zum einen daran, in Erfahrung zu bringen, wie hoch die ausstehenden Forderungen ihrer Gegenparteien gegenüber diesen drei Instituten lagen, was zu Misstrauen und zum plötzlichen Austrocknen der Liquidität führte. Auf der anderen Seite wurden auch die Regulierungsbehörden daran gehindert, frühzeitig die sich im System aufbauenden

[1] Die an die CDS gebundenen Cashflows sind ‚unstetig', d.h. während der Verkäufer eines CDS einen stetigen Fluss an Vergütungen erhält, läuft er dennoch Gefahr, dass das Unternehmen, auf das der CDS ausgestellt ist, ausfällt, was ihn zur Zahlung der gesamten Darlehenssumme abzüglich des Werts der ‚ausgefallenen' Verpflichtung zwingt. Dies hat einige Marktteilnehmer dazu verleitet, die CDS als Finanzierungsinstrumente zu missbrauchen.

Risiken und das Ausmaß, in dem diese Risiken konzentriert waren, zu erkennen und die Folgen ihres Ausfalls für die Finanzstabilität abzuschätzen. Das geringe Maß an Markregulierung verstärkte dieses Problem noch, da die Aufsichtsbehörden nicht über genügend Informationen verfügten.

Die Krise hat klar gezeigt, wie Derivate im Allgemeinen und CDS im Besonderen ein Netz gegenseitiger Abhängigkeit geschaffen haben, das nur schwer zu durchschauen, zu entflechten und unmittelbar nach einem Ausfall zu begrenzen war. In der Krise wurde also sehr deutlich, dass die Merkmale der OTC-Derivatemärkte, d.h. die private Art des Abschlusses von Kontrakten bei nur begrenzt vorliegenden öffentlichen Informationen, das komplizierte Netz gegenseitiger Abhängigkeit, die Schwierigkeiten beim Verständnis von Art und Höhe der Risiken, die Unsicherheit in Zeiten notleidender Märkte noch erhöhen und folglich die Finanzstabilität gefährden.

3. STEUERUNG VON GEGENPARTEIAUSFALLRISIKEN

Diese Risiken können durch den Aufbau der Handels- und Nachhandelsstrukturen abgemildert werden. Auf Handelsebene können die Risiken durch eine Steigerung der operationellen Effizienz verringert werden, d.h. durch die Gewährleistung der elektronischen Handelsausführung, -akzeptanz und –bestätigung[2]. Dadurch würde die Ausführung der OTC-Aufträge der an den Börsen üblichen Ausführung angenähert. Die Steigerung der operationellen Effizienz stand schon vor der Finanzkrise im Mittelpunkt der Arbeit der Aufsichtsbehörden und hat z.B. dazu beigetragen, dass CDS heutzutage in zunehmendem Maße elektronisch akzeptiert und bestätigt werden.

Auch wenn die operationelle Effizienz eine notwendige Voraussetzung ist, reicht sie allein aber noch nicht aus. Um die oben genannten Risiken wirksam angehen zu können, ist es wichtig, auch die Nachhandelsinfrastrukturen - und vor allem das Clearing - auszubauen. Durch das Clearing werden die oben genannten Risiken abgemildert. Folglich spielt es auf den Derivatemärkten eine ausschlaggebende Rolle. Das Clearing kann entweder bilateral zwischen zwei Gegenparteien eines bestimmten Handelsabschlusses oder aber zentral mittels einer Zentralen Gegenpartei-Clearingstelle („Central Counter-party (CCP)“) erfolgen. Das Clearing für Börsengeschäfte wird fast ausschließlich von den CCP getätigt. Im Freiverkehr bleibt das bilaterale Clearing die Norm, auch wenn einige Marktsegmente darüber hinaus über ein CCP-Clearing verfügen (vor allem bei Zinsswaps).

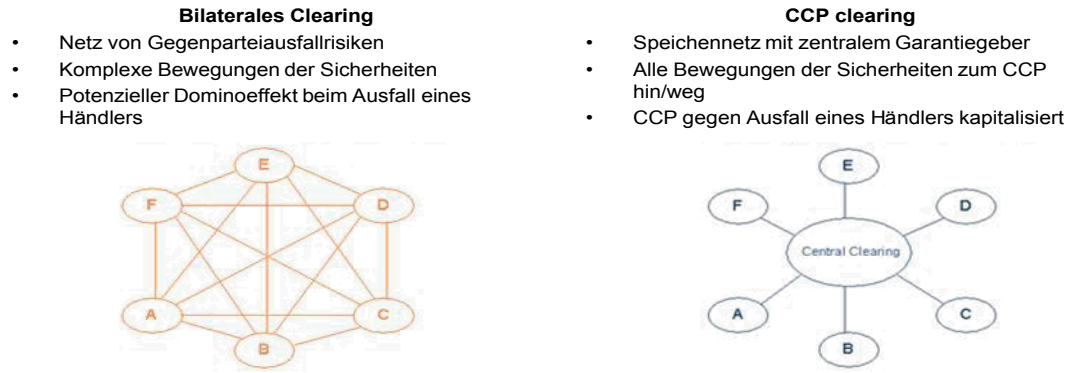
- **Bilaterales Clearing**: Die beiden Gegenparteien haben in den allermeisten Fällen Sicherheitenvereinbarungen abgeschlossen, die eine regelmäßige Überwachung des Werts des Kontrakts ermöglichen, so dass sie ihre Kontrahentenrisiken steuern können. Sollte sich der Wert so entwickeln, dass eine Partei eine Forderung gegen die Gegenpartei verbuchen muss, ist sie befugt, Sicherheiten in Anspruch zu nehmen. Während die Sicherheiten für die Abmilderung des Kreditrisikos wichtig sind, müssen über das Clearing die Beziehungen zu zahlreichen Gegenparteien geklärt werden. Aufgrund dieses komplexen bilateralen Netzes kann ein Institut seine eigene Kreditrisikoposition im Zusammenhang mit den Risikopositionen der Gegenparteien untereinander nur schwer

[2] In Abschnitt 2.2 des begleitenden Arbeitspapiers der Kommissionsdienststellen wird auf diese Begriffe näher eingegangen.

erfassen, von den weiteren Komplikationen beim Ausfall einer Gegenpartei ganz zu schweigen.

- **CCP-Clearing**: Die CCP übernimmt bei jedem Abschluss die Rolle einer Gegenpartei für jede Seite des Geschäfts. Die beiden Handelspartner sind nun gegenüber dem CCP verpflichtet, d.h. die Risikoposition einer jeden Partei auf diesem Markt besteht nun gegenüber ein und derselben Gegenpartei. Der Rückgriff auf eine CCP hat zahlreiche Vorteile. Diese Clearingstelle stellt nämlich eine gegenseitige Versicherung mit gegenseitigen Schutzmechanismen dar. Sie vereinfacht die Verwaltung der Sicherheiten, denn sie ist die Stelle, die die Sicherheiten zentralisiert und managt. Als zentraler Garantiegeber bietet sie eine Absicherung und sie ist ein Institut, das sich lediglich auf die Verwaltung von Risiken auf mehreren Schutzebenen konzentriert. Dieser Fokus auf das Risikomanagement macht die CCP zu einer neutralen Gegenpartei. Durch ihre zentrale Stellung kann die CCP Risiken leichter verstehen und managen. Aufgrund der in der CCP zentralisierten Informationen können die Regulierungsbehörden die Risiken zudem einfacher überwachen. Angesichts der systemisch relevanten Rolle der CCP ist es von großer Bedeutung, dass sie professionell betrieben wird, großzügig kapitalisiert und gut reguliert ist, so dass sie sicher und solide funktionieren kann[3].

Bilaterales Clearing versus CCP-Clearing



Angesichts dieser Vorteile drängt sich die Frage auf, warum die Marktteilnehmer nicht generell das CCP-Clearing nutzen. Der erste - und einleuchtendste – Grund besteht darin, dass die Sicherheit für die Marktteilnehmer nicht umsonst zu haben ist, sondern sie die

[3] Siehe begleitendes Arbeitspapier der Kommissionsdienststellen, Abschnitt 2.4.2 für eine weitere Erläuterung des CCP-Clearing.

verschiedenen CCP-Schutzniveaus finanzieren müssen. Als zweiter Grund ist die Tatsache zu nennen, dass die CCP die Transparenz verbessert, d.h. die Informationen unter den Marktteilnehmern verteilen sich zum Nachteil jener, die bislang einen Informationsvorsprung besaßen (d.h. die wichtigsten OTC-Derivatehändler). Allerdings stimmt es auch, dass eine CCP nicht immer genutzt werden kann. Das CCP-Clearing ist an eine Reihe von Voraussetzungen geknüpft, die im Wesentlichen die Liquidität und die Standardisierung betreffen und vor der Nutzung einer CCP erfüllt sein müssen. Da nicht alle OTC-Derivate die erforderlichen Kriterien für ein Clearing über eine CCP erfüllen, wird die Kommission ebenfalls an einer verbesserten Steuerung der Gegenparteiausfallrisiken bei bilateralen Abschlüssen arbeiten.

Die an Derivate geknüpften Risiken variieren also je nach Marktstruktur. Generell sind die OTC-Märkte mit wesentlich höheren Risiken verbunden als regulierte Handelsplätze, da sie undurchsichtiger und die Beziehungen zu den Gegenparteien viel komplexer sind. Die Wirksamkeit von Risikominderungsinstrumenten bei bilateralen Beziehungen muss also ebenso wie die Art und Weise, wie die das Gegenparteiausfallrisiko gesenkt wird, erheblich verbessert werden.

4. VON DER KOMMISSION BEREITS ERGRIFFENE MAßNAHMEN ZUR VERBESSERUNG DER FINANZSTABILITÄT AUF DEN DERIVATEMÄRKTEN

Während die Derivate durchaus unter die EU-Finanzdienstleistungsregulierung fallen, werfen das rasche Wachstum der OTC-Derivatemärkte, das steigende Volumen der durch die Derivate entstandenen spekulativen Positionen und die größere Präsenz auf den Derivatemärkten nicht regulierter Institute Fragen auf, die eine Überprüfung des bisherigen Regulierungsrahmens rechtfertigen. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise hat die Kommission rasch reagiert und Maßnahmen ergriffen, um einige der vordringlichsten Derivate-relevanten Risiken anzugehen.

So hat Kommissionsmitglied McCreevy im Oktober 2008 im Hinblick auf die CDS zu einer i) systematischen Analyse der Derivatemärkte unter Berücksichtigung der Lehren aus der Finanzkrise und zu ii) konkreten Vorschlägen für die Abmilderung der Risiken aus Kreditderivaten aufgerufen[4]. Die CDS-Händler haben sich daraufhin verpflichtet, spätestens am 31. Juli 2009[5] mit dem Clearing geeigneter CDS zu europäischen Referenzunternehmen und Indizes auf diese Unternehmen mittels einer oder mehrerer europäischer CCP zu beginnen.

---

4 McCreevy, K (2008) „Time for regulators to get a better view of derivatives", 17. Oktober 2008, REDE/08/538.

5 Am 17. Februar 2009 verpflichteten sich neun globale Händler (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS) zur Nutzung einer oder mehrerer Zentralen Gegenpartei-Clearingstellen („Central Counter-party (CCP) clearing houses") in der Europäischen Union unmittelbar nach ihrer Einrichtung als Systeme im Sinne der Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und –abrechnungssystemen (98/26/EG), um i) CCP-geeignete Credit Default Swaps (CDS) zu europäischen Referenzunternehmen und Indizes auf diese Unternehmen zum Clearing zu übermitteln und (ii) ausstehende geeignete Kontrakte bereit zu stellen. Diese Verpflichtung wurde später von einem weiteren Händler (Nomura) unterstützt. Befürwortet wurde diese Initiative auch vom Europäischen Bankenverband, dem „European Public Banks Board" und vielen anderen europäischen Bankenvereinigungen.

Zum anderen wurden einige mit der Verbriefung und dem übermäßigen Risikotransfer und der falschen Risikobepreisung verbundene Probleme bei der Überarbeitung der Eigenkapitalrichtlinie[6] angegangen. Diesem Vorschlag zufolge werden als „Originatoren" bezeichnete Firmen, die Darlehen in handelbare Wertpapiere umwandeln, verpflichtet, einen Teil des Risikos dieser Wertpapiere zu tragen, während Firmen, die in die Wertpapiere investieren, ihre Anlageentscheidungen erst nach umfassender und gebührend sorgfältiger Abwägung treffen dürfen. Andernfalls gelten sehr hohe Eigenkapitalanforderungen.

Drittens wird die Kommission in Bezug auf das mit dem spekulativen Handel verbundene Systemrisiko parallel zu dieser Mitteilung in Kürze einen Vorschlag für Eigenkapitalanforderungen im Handelsbuch von Finanzinstituten sowie für Verbriefungs- und Neuverbriefungspositionen annehmen. Die in diesem Vorschlag geplanten höheren Eigenkapitalanforderungen dürften das Eingehen übermäßiger kurzfristiger Risikopositionen seitens der Finanzinstitute höchstwahrscheinlich vermeiden.

Viertens überarbeitet die Kommission derzeit ihren Aufsichtsansatz für die Finanzmärkte. Mit der Einrichtung einer europäischen Aufsichtsbehörde auf Makroebene wird die Möglichkeit geschaffen, die Akkumulation übermäßiger Risiken im System direkt zu erkennen und Schritte zur Begrenzung dieser Risiken einzuleiten. Dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken wird eine ausschlaggebende Rolle zukommen, wenn es darum geht sicherzustellen, dass Risiken auf den Derivatemärkten nicht das gesamte Wirtschafts- und Finanzsystem gefährden.

Fünftens wurde deutlich, dass Ratingagenturen nicht unreguliert bleiben konnten, hatten sie doch die durch komplexe Instrumente verursachten Risiken aufgrund von Interessenkonflikten insbesondere bei ihrer Vergütung durch den Emittenten nicht angemessen bewertet. Im April 2009 verabschiedeten der Rat und das Europäische Parlament eine von der Kommission vorgeschlagene Verordnung, der zufolge die Ratingagenturen strikte Standards in Bezug auf Integrität, Qualität und Transparenz ihrer Arbeit befolgen müssen. Auch unterliegen sie der laufenden Überwachung durch die Aufsichtsbehörden[7].

Schließlich hat die Europäische Kommission eine Richtlinie zu Hedgefonds und sonstigen Verwaltern alternativer Investmentfonds vorgeschlagen, die einen umfassenden und wirksamen Regulierungs- und Aufsichtsrahmen auf europäischer Ebene schaffen soll. Mit der vorgeschlagenen Richtlinie werden die Mitgliedstaaten die Beaufsichtigung des Sektors auf Makro- und auf Mikroebene verbessern, so dass die Nutzung der Hebelwirkung der Derivate durch die Institute begrenzt wird, und erforderlichenfalls koordinierte Maßnahmen ergreifen können, um das reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte sicherzustellen[8].

---

6 KOM/2008/0602 endg. - COD 2008/0191 Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG hinsichtlich Zentralorganisationen zugeordneter Banken, bestimmter Eigenmittelbestandteile, Großkredite, Aufsichtsregelungen und Krisenmanagement.

7 Europäische Kommission (2008), „Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen", KOM(2008) 704, wie vom Europäischen Parlament und vom Rat am 23. April 2009 angenommen.

8 Europäische Kommission (2009), „Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds", KOM(2009) 207.

5. WEITERES VORGEHEN: NEUE INITIATIVEN ZUR ERHÖHUNG DER FINANZSTABILITÄT

Die derzeitige Krise hat gezeigt, dass die OTC-Derivatemärkte im Gesamtaufsichtsrahmen mitberücksichtigt werden müssen, sollen sie ihre wirtschaftliche Rolle so wahrnehmen, dass die Stabilität des Systems nicht gefährdet wird. Nach Auffassung der Kommission sollten Maßnahmen ergriffen werden, die Folgendes gewährleisten: a) Die Regulierungs- und Aufsichtsbehörden müssen sich einen vollständigen Überblick über die auf den OTC-Derivatemärkten stattfindenden Geschäfte sowie über die auf diesen Märkten aufgebauten Positionen verschaffen können; b) die Transparenz der OTC-Derivatemärkte für ihre Nutzer muss erhöht werden. Dabei gilt es vor allem, mehr und bessere Informationen über Kurse und Handelsvolumina zur Verfügung zu stellen; c) die operationelle Effizienz der Derivatemärkte muss gesteigert werden, damit OTC-Derivate die Finanzstabilität nicht gefährden, und d) die Gegenparteiausfallrisiken müssen gemindert und zentrale Strukturen gefördert werden. Diese Ziele können im Wesentlichen wie folgt erreicht werden i) Förderung einer weiteren Standardisierung; ii) Einrichtung zentraler Datenspeicher; iii) Übergang zu CCP-Clearing und iv) Verlagerung des Handels auf öffentlichere Handelsplätze[9]. Im nachfolgenden Abschnitt werden die genannten Möglichkeiten nun analysiert und Wege für die weitere Vorgehensweise vorgeschlagen.

5.1. Standardisierung

Für CCP-geeignete OTC-Derivate stellt die Standardisierung eine notwendige Voraussetzung für die anderen nachfolgend genannten Möglichkeiten dar. Für nicht CCP-geeignete OTC-Derivate sollten die operationelle Effizienz durch weitere Standardisierung gesteigert und die operationellen Risiken dadurch gesenkt werden. Dies könnte mittels des verstärkten Abschlusses von Standardkontrakten und eines stärkeren Rückgriffs auf elektronische Akzeptanz- und Bestätigungsdienstleistungen, die zentrale Datenspeicherung sowie die Automatisierung von Zahlungen und Prozessen bei der Verwaltung von Sicherheiten erfolgen. Da die Standardisierung eine notwendige Voraussetzung für künftige Maßnahmen ist, wird sie im Mittelpunkt der weiteren Bemühungen der Kommission stehen, die Derivatemärkte effizient, sicher und solide zu gestalten.

Natürlich erfordert eine Standardisierung Investitionen. Die Kommission wird die laufenden Bemühungen der Branche bei der Durchführung derartiger Investitionen unterstützen, um bei all denjenigen OTC-Derivaten eine Standardisierung voranzutreiben, die weder für das CCP-Clearing noch für den börslichen Handel geeignet sind.

5.2. Zentrale Datenspeicher

In zentralen Datenspeichern werden für sämtliche Abschlüsse - d.h. CCP-geeignete und CCP-ungeeignete - Daten wie Zahl der Transaktionen, Volumen der ausstehenden Positionen gesammelt, um die Transparenz und den Wissensstand zu erhöhen[10]. Damit wird nicht nur die Transparenz, sondern auch die operationelle Effizienz des Marktes erhöht. Ein solcher

---

[9] Die Anwendbarkeit dieser Instrumente hängt in gewissem Maße vom jeweiligen Marksegment ab. Diese Instrumente sind unterschiedlich schwer umzusetzen. Eine detailliertere Analyse der Wirksamkeit der derzeitigen Risikominderungsmethoden und des Bedarfs an weiteren Maßnahmen für jedes OTC-Marktsegment ist Gegenstand des begleitenden Arbeitspapiers der Kommissionsdienststellen, Kapitel 4.

[10] Für die CDS existiert eine solche Datensammelstelle in Form des „Trade Information Warehouse“, das von der US-amerikanischen „Depository Trust and Clearing Corporation/ (DTCC)“ betrieben wird.

zentraler Datenspeicher könnte auch andere Dienstleistungen erbringen (z. B. Erleichterung von Abrechnungs- und Zahlungsanweisungen).

Die Kommission sieht die Vorteile in Form von verstärkter Transparenz und größerem Wissen, die zentrale Datenspeicher den Aufsichtsbehörden liefern können. Dies ist umso mehr von Bedeutung, als das CCP-Clearing nicht einfach auf alle Derivate angewandt werden kann, da die erforderlichen Voraussetzungen nicht in allen Fällen gegeben und nicht ohne weiteres umsetzbar sind. Aus Gründen des Rechtsschutzes, der Beaufsichtigung und der Geschäftsfortführung wird der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) den Nutzen einer solchen Einrichtung analysieren. Im Rahmen des nächsten CESR-Berichts wird die Kommission zu diesem Zweck angemessene Maßnahmen ergreifen.

5.3. CCP-Clearing

Von den vier genannten Möglichkeiten hat das CCP-Clearing bislang die größte Aufmerksamkeit auf sich gezogen. In der Finanzkrise haben die CCP ihren Wert unter Beweis gestellt, wie bei der Bewältigung der Folgen der Lehman Brothers-Insolvenz zu sehen war. Die Kommission hat die Branche bereits verstärkt zur Nutzung des CCP-Clearing gedrängt und wird die einschlägige Empfehlung der de Larosière-Gruppe prioritär umsetzen.

Vor dem Hintergrund regulatorischer, aufsichtlicher und geld -bzw. währungspolitischer Überlegungen sprechen zahlreiche Gründe dafür, das CCP-Clearing in Europa anzusiedeln. In diesem Fall unterliegt es den europäischen Vorschriften und der europäischen Beaufsichtigung. Damit hätten die Aufsichtsbehörden einen unbestrittenen und ungehinderten Zugang zu den Informationen der CCP. Für die europäischen Behörden wäre es auch einfacher, eine europäische CCP zu retten, denn Zentralbanken gewähren z.B. Finanzinstituten außerhalb ihres Währungsraums keinen direkten Zugang zu ihren Liquiditätsfazilitäten[11].

Wie oben erläutert, haben die wichtigsten Derivatehändler sich in Bezug auf die CDS der Europäischen Kommission gegenüber verpflichtet, das Clearing von europäischen CDS bis zum 31. Juli 2009 auf eine oder mehrere europäische CCP zu verlagern. Derzeit arbeiten sie an der Standardisierung europäischer CDS-Kontrakte, um das CCP-Clearing möglich zu machen. Zwei europäische CCP dürften ihre Dienste für CDS bis zum 31. Juli 2009 anbieten können, eine dritte Clearingstelle dürfte im Dezember 2009 bereit sein und eine vierte hat sich bislang noch auf keinen Termin festgelegt. Die Kommission begrüßt die Bemühungen der Branche um Einhaltung des in ihrer Verpflichtung genannten Termins. Bislang waren die Initiativen der Branche auf beiden Seiten des Atlantiks erfolgreich, zumindest was die Standardisierung der CDS angeht. Bestimmte technische Details, wie z.B. im Hinblick auf die Umstrukturierung von Verbindlichkeiten bei Eintritt des Kreditereignisses, wurden jedoch bislang nicht gelöst. Wenn die Branche indes nicht in der Lage ist, ihre Verpflichtung einzuhalten, muss die Kommission - so wie unten erläutert - andere Möglichkeiten ins Auge

---

[11] Zwischen den Zentralbanken können Währungsswap-Vereinbarungen bestehen, aber aufgrund des nicht vorhandenen direkten Zugangs zu Liquiditätsfazilitäten hegt die EZB eine starke Präferenz für eine im Euroraum angesiedelte CCP, wie im Beschluss des EZB-Rates vom 18. Dezember 2008 deutlich wurde, in dem bekräftigt wurde, *„dass Bedarf an mindestens einem europäischen zentralen Kontrahenten für Kreditderivate besteht und dass diese Infrastruktur angesichts der potenziell systemischen Bedeutung von Wertpapierclearing- und abwicklungssystemen im Euroraum ansässig sein sollte“*. EZB (2008), Beschlüsse des EZB-Rats vom 18. Dezember 2008, http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html

fassen. Die Kommission begrüßt die Initiativen der Branche und wird ihrer Realisierung und Umsetzung in jeder Hinsicht Rechnung tragen, wenn es darum geht, die Notwendigkeit weiterer Initiativen zur Gewährleistung einer größtmöglichen Nutzung des CCP-Clearing abzuwägen.

Anreize zur Nutzung der CCP bestehen bereits. Die Marktteilnehmer werden von sich aus bereits versuchen, auf ein CCP-Clearing zurückzugreifen, da es ihr Gegenpartei-Kreditrisiko und ihre aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen verringert. Allerdings waren diese Anreize nicht stark genug, um die kommerziellen Anreize zur Nutzung des bilateralen Clearing zu überwinden. Deshalb erwägt die Kommission derzeit, die Anreize für die Nutzung des CCP-Clearing so sehr zu verstärken, dass alle kommerziellen Bedenken in Bezug auf einen weitestmöglichen Rückgriff auf das CCP-Clearing ausgeräumt werden. Dies kann z.B. durch i) eine Änderung der Vorschriften für das aufsichtsrechtlich geforderte Eigenkapital gemäß der Eigenkapitalrichtlinie und ii) weitere Garantien der Regulierungs- und Aufsichtsbehörden, dass CCP sicher und solide sind, in Form u.U. gerechtfertigter neuer EU-Rechtsvorschriften und eventuell einer gemeinsamen Aufsicht geschehen[12]. Diese weiteren Arbeiten beeinflussen selbstverständlich den Termin für die laufenden Bemühungen der Umstellung des Clearing europäischer CDS an einer oder mehreren europäischen CCP bis zum 31. Juli 2009 auf keinerlei Weise.

5.4. Auftragsausführung

Der nächste logische Schritt für über eine CCP abgerechnete Standardderivate bestünde im Prinzip im Handel dieser Kontrakte an einem organisierten Handelsplatz, auf dem die Kurse und andere handelsrelevante Informationen veröffentlicht werden, wie z.B. an einem geregelten Markt (z.B. Derivatebörse) oder über ein Multilaterales Handelssystem (MTF), sofern die Transparenzanforderungen erfüllt sind. Dies würde die Kurstransparenz verbessern und das Risikomanagement stärken.

Die Art der standardisierten Kontrakte, die in der Regel an öffentlichen Handelsplätzen gehandelt werden, kann jedoch unter Umständen nicht das volle Spektrum der Risikomanagementbedürfnisse der Derivatenutzer abdecken. Die meisten Marktteilnehmer haben eine kommerzielle Präferenz für den OTC-Handel. Allerdings muss die Bedeutung, die transparente und operationell effiziente Märkte für die Finanzstabilität haben, an erster Stelle stehen. Aus Gründen der Risikobewertung und der Kursermittlung ziehen die Marktteilnehmer hingegen transparente Handelsplätze vor, die so offen und so standardisiert wie möglich sind.

Ein System, das sich auf den Wettbewerb zwischen verschiedenen Handelsplätzen stützt (OTC, Börsen, MTF) ist für die Markteffizienz insofern auch von Vorteil, als es alle Marktteilnehmer angemessenen Transparenz- und Organisationsanforderungen unterwirft, die einen fairen Wettbewerb gewährleisten. Diese Option eines transparenten und organisierten Handels ist auf anderen Finanzmärkten durchaus üblich. In der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) wurde die Vorschrift abgeschafft, der zufolge Abschlüsse auf geregelten Märkten zu tätigen sind (d.h. die sogenannte Konzentrationsregel), die dafür aber andere Handelsplätze (d.h. MTF, systematische Internalisierer) angemessenen Transparenz- und Organisationsanforderungen unterwarf. Folglich findet beim Kassa-Aktienhandel der

[12] Europäische Kommission (2009), Mitteilung der Kommission, *Europäische Finanzaufsicht*, KOM (2009) 252.

Wettbewerb zwischen den Handelsplätzen im Rahmen gemeinsamer Transparenzvorschriften statt. Dem Transparenz-Meldesystem der MiFID zufolge fallen Derivate aber derzeit nicht unter diese Regelung und die Meldung von Geschäften gilt nicht für Finanzinstrumente, die nicht zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind.

Angesichts der besagten flexiblen Natur der OTC-Derivatemärkte und der auf den Kassa-Aktienhandel anwendbaren Regelung, wird die Kommission prüfen, wie man zu einem transparenteren und effizienteren Handel für OTC-Derivate gelangen kann. Deshalb wird die Kommission folgende Fragen einer weiteren Bewertung unterziehen: i) künftige Lenkung der Handelsströme über transparente und effiziente Handelsplätze und ii) angemessenes Transparenzniveau (Kurs, Transaktion, Position) für die Vielzahl von Handelsplätzen, die als Derivatemärkte fungieren.

6. SCHLUSSFOLGERUNG

Derivate spielen für die Wirtschaft eine wichtige Rolle, sind aber mit gewissen Risiken behaftet. Die Krise hat gezeigt, dass diese Risiken im OTC-Bereich des Marktes nicht hinreichend abgesichert sind, insbesondere was die CDS angeht. Seit Beginn der Krise hat die Kommission an der Behebung der Probleme gearbeitet, die sich aufgrund der Risiken am Vordringlichsten stellten.

Darüber hinaus sind nach Auffassung der Kommission aber weitere Maßnahmen ins Auge zu fassen, um die Standardisierung und die Transparenz der Geschäfte auszubauen und den Übergang auf das CCP-Clearing zu konsolidieren sowie sicherzustellen, dass es in allen möglichen Fällen die Norm für sämtliche OTC-Derivatemärkte wird und die Handelsströme über transparente und effiziente Handelsplätze geleitet werden.

Nach der durch die Mitteilung lancierten Konsultation wird die Kommission am 25. September 2009 eine öffentliche Anhörung durchführen. Die von den interessierten Parteien übermittelten Kommentare und Fakten werden in eine detaillierte Folgenabschätzung einfließen, die der Kommission bei der Absteckung ihres Ansatzes helfen wird. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse der Konsultation wird die Kommission noch vor Ablauf ihres derzeitigen Mandats operationelle Schlussfolgerungen ziehen und bis zum Jahresende angemessene Initiativen ergreifen, zu denen gegebenenfalls auch Legislativvorschläge zählen werden.

Bei ihren künftigen Arbeiten wird die Kommission den Bemühungen der Branche sowie den Entwicklungen in den wichtigsten EU-Partnerländern, vor allem aber dem vom US-Finanzministerium angekündigten umfassenden Regulierungsrahmen für OTC-Derivate in jeder Hinsicht Rechnung tragen. Dies wird vor allem in der Verpflichtung münden, dass sämtliche standardisierten OTC-Derivatekontrakte dem CCP-Clearing zuzuführen sind, sowie in der Aufforderung, „Aufträge über regulierte Börsen und regulierte transparente elektronische Auftragsausführungssysteme für OTC-Derivate auszuführen.“[13] Die Kommission wird die Arbeiten zu diesen Themen mit den US-Behörden u.a. im Rahmen des Regulierungsdialogs über Finanzmärkte fortsetzen, um eine globale Konsistenz der politischen Ansätze zu gewährleisten und jegliches Risiko einer aufsichtsrechtlichen Arbitrage auszuschalten.

---

[13] Siehe z.B. Ankündigung des US-Finanzministeriums vom 13. Mai 2009