# KREDIT & RATING PRAXIS

Zeitschrift der Finanzspezialisten

Offizielles Organ

BdRA

Bundesverband der
Ratinganalysten und
Ratingandisor e.V.

www.krp.ch

 Kreditderivate: Auswirkungen der EMIR auf Hedging und Besicherung



Artikel aus KRP 5/2013 Finanzierung von Karl-Heinz Bächstädt und Dr. Michael Pietrzak

# Kreditderivate: Auswirkungen Dr. Michael Pietrzak der EMIR auf Hedging und Besicherung

Auf dem Gipfel von Pittsburgh (USA) am 24. und 25. September 2009 wurde von den Staatsund Regierungschefs der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer (G20) unter anderem beschlossen, den außerbörslichen, over-the-counter (OTC-) Derivatehandel zu regulieren, um ihn transparenter und sicherer zu machen. Die aufsichtsrechtliche Regulierung des OTC-Derivatehandels – und somit auch des Handels mit Kreditderivaten – erfolgte in Europa durch die European Market Infrastructure Regulation (EMIR), die am 16. August 2012 in Kraft getreten ist. 1 Sie ergänzt die Bestimmungen der MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), die allerdings gerade überarbeitet wird (MiFID II).<sup>2</sup> In den USA erfolgt die Regulierung im Rahmen des Dodd-Frank-Acts.

ukünftig sind standardisierte OTC-Derivate in der Regel über Zentrale Kontrahenten (Zentrale Gegenparteien, Central Counterparties, CCPs), also Clearinghäuser, zu handeln, zwingend mit Sicherheiten zu unterlegen und an eines der Transaktionsregister zu melden, die von der Europäischen Wertpapierund Marktaufsichtsbehörde (ESMA) überwacht werden. Anbieter dieser zentralen Abwicklung sind beispielsweise Eurex Clearing AG, Eschborn, und LCH.Clearnet, London. Die allgemeine Clearingpflicht für standardisierte OTC-Derivate soll ab dem Jahr 2014 eingeführt werden.

Die Umsetzung der neuen aufsichtsrechtlichen Regulierung setzt das Vorhandensein von OTC-Derivate-Clearinghäusern und die Verabschiedung detaillierter technischer Umsetzungsstandards voraus. Derzeit sind unter anderem Fragen der Besicherung und Risikominderungstechniken sowie die Einbeziehung von Kontrahenten in Drittstaaten außerhalb der EU und der USA

Die zukünftigen Anforderungen an Marktteilnehmer, Clearinghäuser und deren Clearingmitglieder werden durch mehrere internationale Gremien entwickelt, die die Interessen der Regierungen und der internationalen Bankenaufsicht bündeln sowie technische Regulierungsstandards für das Clearing von OTC-Kreditderivaten erstellen. Das Financial Stability Board (FSB) erarbeitet gemeinsam mit den G20 Empfehlungen. Deren Konkretisierung, Kommentierung und zum Teil Umsetzung erfolgt durch die Europäische Bankenaufsicht (EBA), die ESMA, den Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, den Baseler Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) sowie die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions, IOSCO).

Während die aufsichtsrechtliche Regulierung in den USA über den Dodd-Frank-Act für die als marktbeherrschend eingestuften

Kreditinstitute, Finanzdienstleister und Hedge Fonds erfolgt, regelt die EMIR das Aufsichtsregime in der Europäischen Union. Hier arbeiten die nationalen und europaweiten Bankenaufsichten sowie die Europäische Zentralbank und die Deutsche Bundesbank eng zusammen. In diesem Rahmen hat die ESMA die Aufgabe, die Arbeiten der OTC Derivatives Regulation Group zu koordinieren, die halbjährliche Fortschrittsberichte zur OTC-Derivatereform veröffentlicht. Bei der Bearbeitung haben sich als wesentliche weitere Herausforderungen die Abgrenzung von Derivateklassen, das Datenmanagement der Transaktionsregister im Rahmen der Datenmeldungen, die Definition von Kreditnehmereinheiten (Legal Entity Identifiers, LEI) sowie Unsicherheiten aus der grenzüberschreitenden Wirkungen der nationalen Gesetzgebungen und Regulierungen erwiesen.

Bevor die wesentlichen Neuerungen durch die aufsichtsrechtliche Regulierung des OTC-Derivatehandels vorgestellt sowie auf die Auswirkungen und Veränderungen durch die EMIR bei der Separation und der Portabilität von Sicherheiten und Positionen bei Kreditderivaten eingegangen werden, erfolgt ein Überblick über diese Finanzinstrumente.

#### ÜBERBLICK UND ARTEN VON KREDITDERIVATEN. Kre-

ditrisiken können über zahlreiche Techniken und Instrumente übertragen werden. Hierzu zählen Real- beziehungsweise Sachsicherheiten, Personalsicherheiten, Kreditversicherungen, Kreditsyndizierungen, Kredit- und Anleihenverkäufe, Verbriefungen sowie Kreditderivate. Sie unterscheiden sich durch ihre rechtliche und vertragliche Konstruktion sowie durch ihre spezifische Ausgestaltung der Kreditrisikoübertragung.3 Die größten Gestaltungsspielräume weisen Kreditderivate auf.

Kreditderivate sind identisch in § 1 Absatz 11 Satz 4 Nummer 4 KWG und § 2 Absatz 2 Nummer 4 WpHG legaldefiniert: «Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und dem Transfer von Kreditrisiken dienen.» «Kreditderivate sind somit Derivate, mit denen das Kreditrisiko, das aus einer Referenzverbindlichkeit, die von einer Referenzeinheit geschuldet wird, oder aus einer Referenzeinheit resultiert, von dem ein Vertragspartner, den so genannten Sicherungsnehmer, auf einen anderen Vertragspartner, den so genannte Sicherungsgeber, transferiert wird.»<sup>4</sup> Es handelt sich also um von einer zugrundeliegenden Bezugsgröße abgeleitete Produkte und um Termingeschäfte<sup>5</sup>.

Das Kreditrisiko wird von dem ursprünglichen Kreditgeschäft

getrennt und isoliert gehandelt. Der Sicherungsgeber erwirbt also ausschließlich das Kreditrisiko, nicht das zu Grunde liegende Kreditgeschäft (Unfunded-Struktur). Es entsteht keine weitere, zusätzliche Vertragsbeziehung zum ursprünglichen Kreditnehmer. Der originäre Kreditgeber bleibt Vertragspartner des Kreditnehmers, das Kreditgeschäft bleibt in seiner Bilanz, ebenso alle mit einem Kreditgeschäft verbundenen Rechte und Pflichten. Eine Information oder gar Zustimmung des ursprünglichen Kreditnehmers ist nicht erforderlich. Die Liquidität des Sicherungsgebers wird bei Abschluss des Kreditderivats nicht belastet, dem Sicherungsnehmer fließen keine finanziellen Mittel zu. Das Kreditrisiko kann von dem Sicherungsnehmer über weitere Kreditderivate an andere Sicherungsnehmer weitergegeben werden. Zentraler Bestandteil des Kreditderivatevertrages ist das von den Vertragspartnern zu definierende Kreditereignis; das kann nicht nur der Ausfall des Kredits sein, sondern alternativ auch Bonitätsveränderungen beinhalten. Zwecks Operationalität sollten möglichst öffentlich verfügbare, leicht feststellbare und nicht zu weit definierte Ereignisse zugrunde gelegt werden. Der Leistungsfall entsteht also entsprechend beim Ausfall des Kredits oder bei einer Veränderung der Bonität. Der Kreditrisikotransfer (Credit Risk Transfer), also die Besicherung, muss nicht das gesamte Kreditrisiko umfassen, also weder betragsmäßig (Kreditforderung) noch zeitlich (Laufzeit). Für die Übernahme des Risikos erhält der Sicherungsnehmer vom Sicherungsgeber eine

Wertentwicklung und Zahlungscharakteristik der Kreditderivate hängen von dem Kreditrisiko der Referenzverbindlichkeit beziehungsweise Referenzeinheit ab.

(Options)Prämie (Credit Fee).

Es gibt bedingte und unbedingte Kreditderivate.<sup>6</sup> Bei den bedingten Kreditderivaten hat der Sicherungsnehmer ein Ausübungswahlrecht. Er erhält nur bei Eintritt des definierten Kreditereignisses (Credit Event) vom Sicherungsgeber die Ausgleichszahlung. Dagegen besteht bei den unbedingten Kreditderivaten eine Ausübungspflicht für beide Vertragsparteien, also für den Sicherungsnehmer und den Sicherungsgeber. Hier hängt die Ausgleichszahlung (Credit Event Payment) von der Entwicklung der Referenzverbindlichkeit ab, wer zur Zahlung verpflichtet ist und in welcher Höhe. Dabei fallen die Zahlungen nicht nur am Ende der Vertragslaufzeit an, sondern auch zu vorgegebenen Zeitpunkten während der Vertragslaufzeit. Bei Credit Default Swaps (CDS) wird nur das Ausfallrisiko übertragen, <sup>7</sup> sie sind also bedingte Kreditderivate. Bei den Credit Spread-Produkten wird dagegen das Bonitätsänderungsrisiko übertragen, sie können bedingte als auch unbedingte Kreditderivate sein.

Grundtypen von Kreditderivaten sind Credit Default Swaps, Credit Spread Options, Credit Spread Forwards und Credit Spread Swaps.

Bei einem Credit Default Swap wird das Ausfallrisiko der Referenzverbindlichkeit gegen Zahlung einer Optionsprämie auf den Sicherungsgeber verlagert. Der Sicherungsnehmer erhält als Gegenleistung bei Eintritt des vereinbarten Kreditereignisses (Ausfall) eine Ausgleichszahlung. Credit Default Swaps sind also eher Optionen, weniger Swaps.<sup>8</sup> Credit Default Swaps sind die ältesten, wichtigsten und am meisten gehandelten Kreditderivate. Bei einer Credit Spread Option handelt es sich um ein Optionsgeschäft mit dem Credit Spread als Basiswert. Es wird also auf die Änderung des Credit Spread abgestellt, transferiert wird das Bonitätsänderungsrisiko der Referenzverbindlichkeit. Die Ausweitung des Credit Spread über beziehungsweise unter ein zuvor festgelegtes Niveau löst das Kreditereignis aus.<sup>9</sup> Credit Default Swaps und Credit Spread Options sind bedingte Kreditderivate.

Unbedingte Kreditderivate sind Credit Spread Forwards und Credit Spread Swaps. Bei einem Credit Spread Forward ist der Sicherungsnehmer beziehungsweise Credit Spread Forward-Verkäufer verpflichtet, eine Referenzverbindlichkeit zu einem bestimmten Credit Spread (Strike Spread) zu einem bestimmten Termin zu liefern beziehungsweise zu verkaufen und der Sicherungsgeber beziehungsweise Credit Spread Forward-Käufer zu erwerben beziehungsweise zu kaufen. 10 Es findet also lediglich eine einzige Ausgleichszahlung statt. Bei einem Credit Spread Swap werden dagegen periodisch an bestimmten Terminen Zahlungen zwischen den Vertragspartnern ausgetauscht. Der Sicherungsgeber erhält vom Sicherungsnehmer eine fixe zuvor festgelegte Zahlung, die in Basispunkten auf die Referenzverbindlichkeit berechnet wird (Credit Spread). Der Sicherungsnehmer erhält vom Sicherungsgeber den zum jeweiligen Zeitpunkt gültigen Credit Spread, der auf der Differenz zwischen dem Zinssatz für die Referenzverbindlichkeit und einem identischen risikolosen Basiszinssatz basiert. 11 In beiden Fällen liegen gegenseitige Verpflichtungen der Vertragspartner vor, ein Wahlrecht gegen eine Prämienzahlung gibt es bei unbedingten Kreditderivaten nicht.<sup>12</sup>

Kreditderivate können grundsätzlich über eine Börse erworben werden (also standardisiert) oder außerbörslich individuell entsprechend der Bedürfnisse gestaltet werden (OTC-Kreditderivate). Allerdings weisen OTC-Kreditderivate aufgrund der speziellen Ausprägung des Ausfall- und Bonitätsänderungsrisikos einen höheren Grad an Standardisierung als alle anderen Arten von OTC-Derivaten auf. Die Standardisierung von Kreditderivaten ist dabei von dem jeweiligen Produkt abhängig. Sie ist bei Credit Default Swaps besonders hoch.

Zwar kann mit dem Kreditderivat das Kreditrisiko transferiert werden, doch damit entsteht ein neues Risiko: Einer der Vertragspartner des Kreditderivats könnte ausfallen, beide Vertragsparteien unterliegen also dem Kontrahentenrisiko (Counterparty Risk). Wenn der Sicherungsgeber ausfällt, verliert der Sicherungsnehmer die Ausgleichszahlung (Double Default Risiko).

#### MARKTVOLUMEN DES KREDITDERIVATEHANDELS. Da

Kreditderivate traditionell außerbörslich gehandelt werden, lässt sich das Marktvolumen kaum bestimmen. Die fundiertesten Zahlen zu Derivaten finden sich in der halbjährlichen OTC-Derivatestatistik der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank for International Settlements). Die Zahlen basieren auf Meldungen von weltweit 72 Berichtsbanken<sup>13</sup> aus den G10-Staaten, auf die ein Marktanteil von mehr als 75 Prozent des globalen OTC-

Marktes in Derivaten entfällt. Aus Deutschland nehmen fünf Banken teil. Erfasst werden offene OTC-Kontrakte nach Nominalund nach Marktwerten zum Ende Juni und Ende Dezember eines Jahres. Die Angaben beruhen also auf Umfragen und nicht auf operationale abgeschlossene Kontrakte; das schränkt ihre Verlässlichkeit ein. <sup>14</sup> Bei den Kreditderivaten werden außerdem nur Credit Default Swaps erfasst.

Gemäß Bank für Internationalen Zahlungsausgleich betrug das Volumen von Credit Default Swaps zum Jahresende 2012 nominal rund 25 Billionen US-Dollar, <sup>15</sup> es ist seit 2007 stark fallend. Der Gesamtmarkt an OTC-Derivaten betrug Ende 2012 rund 633 Billionen US-Dollar. <sup>16</sup> Aufgrund dieses gewaltigen Marktvolumens und der Intransparenz der OTC-Derivate wurde vor vier Jahren entschieden, weltweit geltende Regulierungen für den OTC-Derivatehandel einzuführen, um zum einen überhaupt erst mal eine Transparenz zu schaffen und zum anderen die Risiken aus den Derivategeschäften zu reduzieren.

Ein Markt für börsengehandelte Kreditderivate hat sich bisher offensichtlich nicht entwickelt. Dazu hat nach Meinung der EU-Kommission entscheidend beigetragen, dass nach ihren Untersuchungen der Eintritt der Börsen in diesen Markt von 13 internationalen Investmentbanken in den Jahren 2006 bis 2009 verhindert wurde. 17 Ihnen wird vorgeworfen, dass sie die International Swaps and Derivatives Association (ISDA) 18 und den Datenservice Markit angewiesen haben, der Deutschen Börse und der Chicago Mercantile Exchange (CME) die notwendigen Lizenzen für Daten und Indizes, die für den Beginn des Geschäfts mit Credit Default Swaps erforderlich gewesen wären, vorzuenthalten. Einige Banken sollen außerdem die Auswahl des präferierten Clearinghauses abgesprochen haben. 19 EU-Wettbewerbskommissar Joaquín Almunia geht gegen die betreffenden Banken vor und will Sanktionen verhängen.

Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass der Versuch der Eurex, 2007 ein Kreditderivat anzubieten, erfolglos verlief.<sup>20</sup> Am 17. Juni 2013 hat aber die IntercontinentalExchange (ICE) vier «cash-settled credit index futures contracts based on the Markit® CDX® and iTraxx® indices» aufgelegt.<sup>21</sup>

DIE WESENTLICHEN NEUERUNGEN DURCH DIE AUFSICHTSRECHTLICHE REGULIERUNG DES OTC-DERIVATEHANDELS IN EUROPA (EMIR). Die EMIR legt Clearingund bilaterale Risikomanagementvorschriften für OTC-Derivatekontrakte, Meldepflichten für Derivatekontrakte sowie einheitliche Vorschriften für die Ausübung der Tätigkeiten von Zentralen Gegenparteien und Transaktionsregistern fest (Artikel 1 Absatz 1 EMIR). Sie gilt für Zentrale Kontrahenten (CCP) und deren Clearingmitglieder, finanzielle Gegenparteien und Transaktionsregister. Nichtfinanzielle Gegenparteien sowie Handelsplätze sind von ihr nur dann betroffen, wenn sie eine bestimmte Größe erreichen (Artikel 1 Absatz 2 EMIR).

Die Bestimmungen der EMIR werden durch eine Vielzahl an sogenannten Technischen Umsetzungsstandards zu OTC-Derivaten, zum Derivate-Risikomanagement, zu den Anforderungen an Zentrale Kontrahenten (OTC CCPs) sowie zum Transaktionsregister ergänzt, die von der Europäischen Kommission am 19. Dezember 2012 angenommen und am 23. Februar 2013 im Amtsblatt der EU veröffentlicht wurden.<sup>22</sup> Weitere technische Standards wie zum Beispiel zu den Anforderungen an eine bilaterale Besicherung werden derzeit noch erörtert.

Hinsichtlich der Anforderungen und Voraussetzungen wird zwischen finanziellen und nichtfinanziellen Gegenparteien unterschieden. Bei den finanziellen Gegenparteien (Kontrahenten) handelt es sich um zugelassene Wertpapierfirmen wie auch Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen, Rückversicherer, OGAW-gemäße Verwaltungsgesellschaften, Alternative Investmentfonds sowie Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (Artikel 2 Absatz 8 EMIR). Alle anderen Unternehmen, also vor allem Industrie-, Handels- und Dienstleistungsunternehmen, gelten dann als nicht-finanzielle Gegenparteien. Nichtfinanzielle Gegenparteien unterliegen ab einem bestimmten Schwellenwert den Regelungen der EMIR. Die Berechnung des Schwellenwertes erfolgt im Rahmen eines zweistufigen Verfahrens: Zunächst werden bei der nichtfinanziellen Gegenpartei alle von ihr<sup>23</sup> geschlossenen OTC-Derivatekontrakte, die objektiv messbar zur Reduzierung der Risiken beitragen, die unmittelbar mit der Geschäftstätigkeit oder dem Liquiditäts- und Finanzmanagement dieser Gegenpartei (oder Gruppe) verbunden sind (Hedging Transaktionen), von dem Gesamtbestand der von ihr gehaltenen OTC-Derivate abgezogen (Artikel 10 Absatz 3 EMIR). Nur dieser (Rest)Bestand bildet die Bemessungsgrundlage für die Schwellenwerte (Clearingschwelle). Überschreitet die gleitende Durchschnittsposition den Schwellenwert für einen Zeitraum von 30 Tagen, bestehen Meldepflichten und Clearingpflichten.<sup>24</sup> Nichtfinanzielle Gegenparteien unterliegen der Clearingpflicht ab einem OTC-Kreditderivatenominalvolumen von 1 Milliarde Euro<sup>25</sup> (Bruttonennwert<sup>26</sup>). Hedging-Transaktionen vermeiden also eine Anrechnung von Positionen an Kreditderivaten, wenn sie objektiv messbar zu einer Reduktion der Risiken führen, eine hohe Korrelation zwischen Derivat und Underlying ausweisen oder auf einem Portfolio Hedging-Ansatz

Die Positionen sind täglich mark-to-market oder mark-to-model zu bewerten. Für die eingegangen Positionen sind zukünftig zwingend Sicherheiten (Margins) zu leisten<sup>27</sup>: eine Initial Margin, die dem allgemeinen Kursrisiko Rechnung trägt, und eine Variation Margin, die den mark-to-market Verlust/Gewinn unmittelbar abdeckt. Nicht-Finanzielle Kapitalgesellschaften haben nach § 20 WpHG ab einem OTC-Derivatenominalvolumen von 100 Millionen Euro im Bestand oder mehr als 100 offenen OTC-Derivate-Kontrakten – abzüglich innerkonzernlicher Transaktionen – eine Bescheinigung ihres Wirtschaftsprüfers vorzulegen, dass sie die Bestimmungen der EMIR eingehalten haben. Seit 15. März 2013 müssen sie der BaFin und der ESMA melden, wenn sie die Clearingschwellen nach Artikel 10 EMIR erstmals überschritten haben

Die Besicherung von OTC-Kreditderivaten, die nicht standardisiert oder nicht standardisierbar sind und somit auch in Zukunft als bilateral zu behandeln bleiben, erfolgt grundsätzlich nach acht sogenannten Higher Level Kriterien, die ursprünglich eine Arbeitsgruppe des CPSS und der IOSCO erarbeitet hat. Die Higher Level Kriterien betreffen unter anderem Liquidität, Konformität und Settlementstandardisierung der gehandelten Derivatekontrakte. In Europa traten Ende letzten Jahres (Dezember 2012) entsprechende Regeln in Kraft.<sup>28</sup> Die gesetzlichen Grundlagen liefert Artikel 11 Absatz 3 EMIR. Als nächstes steht die Umsetzung durch geeignete technische Standards an.

Die Besicherung erfolgt durch Leistung von Initial und Variation Margins zwischen den Parteien selber. Das gilt sowohl für alle Finanzunternehmen wie auch alle als systemrelevant eingestuften Nicht-Finanzunternehmen. Während die Variation Margin in voller Höhe und ohne Schwellenwert zwischen den Parteien ausgetauscht werden muss, wird die Höhe der Initial Margin nach bankinternen Modellen oder einer vorgegebenen Standardformel ermittelt und auf einer Bruttobasis zwischen den Kontrahenten in der Form ausgeglichen, dass sie für die eine Gegenpartei («collecting party») sofort verfügbar ist und für die andere Gegenpartei («posting party») bei Ausfall der «collecting party» geschützt ist. Die nationalen Regelwerke sind dabei so zu bestimmen, dass eine Doppelregulierung und somit eine mögliche Wettbewerbsverzerrung vermieden wird. Für die Erhebung der Initial Margin werden dabei ein Schwellenwert von 50 Millionen Euro und ein Bruttonominalvolumen der Positionen von 8 Milliarden Euro zugrunde gelegt. Diese Besicherungsstandards für auch weiterhin nicht clearingfähige OTC-Kreditderivate (wie auch andere Derivate) sollen ab Juli 2015 für neue Kontrakte über eine 4-Jahresphase stufenweise eingeführt werden.

Alle OTC-Derivate sind seit 16. August 2012 an ein bei der ESMA registriertes oder von ihr anerkanntes Transaktionsregister (Trade Repository) in der EU zu melden.<sup>29</sup> ESMA hat allerdings kürzlich die Registrierung dieser Datensammelstellen von spätestens 24. September auf 7. November 2013 verschoben.<sup>30</sup> Die Verzögerung hat zur Folge, dass die Berichtspflicht erst am 1. Februar statt 1. Januar 2014 beginnen wird. Allerdings stehen weiterhin weder die zu meldenden Inhalte noch die meldenden Organisationen (Geschäftspartner, Gegenpartei oder Dritte) fest.<sup>31</sup>

Ein weiterer Aspekt ist die Qualität der von den Parteien zu leistenden Sicherheiten, die erhöht werden soll. Eine Möglichkeit dazu besteht darin, dass beteiligte Derivateparteien ihre individuellen Sicherheiten mit Dritten wie Versicherungen tauschen und so in Bezug auf Liquidität und Rating verbesserte Sicherheiten erhalten. Dieser Vorgang wird als Collateral Transformation bezeichnet. Er führt letztendlich aber auch zu einer Verlagerung von Risiken aus dem Derivategeschäft auf Dritte, die im Insolvenzfall des Tauschpartners auf den schlechteren Sicherheiten «sitzen bleiben». Details hierzu müssen noch von den Aufsichtsbehörden konkretisiert werden.

Am 2. September 2013 veröffentlichten der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht und die IOSCO ihren - gegenüber den früheren Vorstellungen abgeschwächten - endgültigen Entwurf zu den Einschuss- und Nachschusspflichten für nicht über ein Clearinghaus abgerechnete Derivate.<sup>33</sup> Bisher deckten im Derivatehandel die Sicherheiten lediglich das Ausmaß der Schwankungen der Papiere am Markt ab. Jetzt können Sicherheiten für den gesamten Wert gefordert werden: Die Ein- und Nachschusspflichten sind auf das Kontrahentenrisiko auszurichten. Folglich sind außerbörsliche Derivategeschäfte mit zusätzlichen Sicherheiten zu unterlegen. Damit würden zwar die in der geforderten Qualität zur Verfügung stehenden Sicherheiten knapper, doch zugleich wird der Kreis der als Sicherheiten anerkannten Wertpapiere erweitert. Außerdem besteht für Händler die Möglichkeit, erhaltene Sicherheitsleistungen als Sicherheit für andere Transaktionen zu nutzen. Darüber hinaus greifen die neuen Einschusspflichten für Derivategeschäfte erst ab einem Volumen von über 50 Millionen Euro. Die neuen Regeln sollen für die größten Derivatehändler ab Dezember 2015 gelten, für die anderen stufenweise bis 2019 eingeführt werden.<sup>34</sup>

**DIE BISHERIGEN REGELUNGEN ZU SEPARATION UND PORTABILITÄT VON SICHERHEITEN UND POSITIONEN BEI KREDITDERIVATEN.** Die Absicherung gegen Kreditausfallrisiken erfolgte bis dato über Credit Default Swaps, die auf Basis der Master Agreements der International Swaps and Derivatives Association (ISDA)<sup>35</sup> bilateral und außerbörslich (OTC) zwischen den Marktteilnehmern ohne Zwischenschaltung eines Clearinghauses gehandelt wurden.

Zwischenzeitlich hat die Gruppe Deutsche Börse im Produktsegment der Kreditderivate und Kreditausfallversicherungen mit der Eurex Credit Clear ein separates Marktsegment beziehungsweise Clearing Tool geschaffen. Darüber hinaus wird das grenzüberschreitende internationale Clearing von Kreditderivateverträgen von Swap Clear,36 London, der Chicago Mercantile Exchange (CME),37 Chicago, sowie der IntercontinentalExchange (ICE),<sup>38</sup> Atlanta, angeboten. Diese Clearinghäuser nehmen neben dem Clearing von Credit Default Swaps vor allem auch das Clearing von Zinsderivaten wahr, zum Beispiel für Zinsswaps. Diese übertreffen bei Weitem das Volumen von CDS. So betrug das ausstehende Nominalvolumen an Zinsderivaten per 31. März 2013 415 Billionen US-Dollar, während CDS zu diesem Zeitpunkt lediglich noch 18,4 Billionen US-Dollar ausmachten. Deren Rückgang ist eine Folge der Euro- und der Subprimekrise, in deren Folge die nationalen wie internationalen Bankenaufsichten den Einsatz von Kreditderivaten nur noch zu Absicherungszwecken, nicht jedoch mehr zu Spekulationen erlauben wollen.

Die beim Handel von Kreditderivaten zur Anwendung kommenden Master Agreements der ISDA setzen einen rechtlichen Rahmen für die Bewertung der Positionen, die Stellung und Berechnung der von den Marktteilnehmern wechselseitig zu leistenden Sicherheiten (Collaterals in Form von Cash, Gold oder hochgradig gerateten Staats- und Unternehmensanleihen), die Festlegung der Credit Events (Ausfallereignisse), die Ermittlung der Ausgleichszahlung(en) des Sicherungsgebers an den Sicherungsnehmer, die Glattstellung<sup>39</sup> und die Beendigung der Kontrakte. Die Ausgleichszahlung(en) bemisst sich nach dem Exposure at Default und der zu erwarteten Recovery Rate, aus der der zu erwartende Verlust (Loss Given Default) des Engagements errechnet wird, und ist vom Sicherungsgeber im zu definierenden Leistungsfall zu leisten. Die tatsächliche Verlustquote kann aus einer Auktion der Schuldtitel des versicherten Risikos oder aus dem nachfolgenden Insolvenzverfahren abgeleitet werden. Im Falle von Streitigkeiten zwischen den Parteien entscheidet generell ein Schiedsgericht in London nach britischem Recht oder in New York nach amerikanischem Recht.

Neben dem Ausfall des Referenzobjekts, der durch den Credit Default Swap versichert ist, tritt durch den Kreditderivatevertrag als neues Risiko für den Sicherungsnehmer die Insolvenz seines Kontrahenten, also des Vertragspartners auf. Dieses Kontrahentenrisiko, das heute durch Credit Value Adjustments<sup>40</sup> abgebildet wird, wurde bis dato nur durch die Stellung von Sicherheiten durch den Sicherungsgeber (Prämienempfänger) gegenüber dem Sicherungsnehmer (Prämienzahler) abgedeckt. Diese Sicherheitsleistungen waren aber in vielen Fällen im Vergleich zum eingegangenen Risiko nicht ausreichend. Zudem wurden derartige Sicherheiten zum Teil auch in Form von Anleihen (Inhaberschuldverschreibungen) des Sicherungsgebers geleistet, die im Falle seiner eigenen Insolvenz deutlich an Wert verloren.

Bürgschaften oder Garantien Dritter wurden nur in sehr seltenen Fällen gestellt. Da zwischen den Parteien kein Clearinghaus zwischengeschaltet war, war es auch gar nicht möglich, Positionen oder Sicherheiten auf Dritte zu übertragen, da es sich um ein rein bilaterales Geschäft handelte. Die Separation und Portabilität von Positionen und Sicherheiten kam daher in der Vergangenheit weder Bedeutung zu noch gab es diese Möglichkeit per se bei Credit Default Swap-Verträgen.

#### AUSWIRKUNGEN UND VERÄNDERUNGEN DURCH DIE EMIR BEI DER SEPARATION UND DER PORTABILITÄT VON SICHERHEITEN UND POSITIONEN BEI KREDITDE-

RIVATEN. EMIR-Verordnung und EMIR-Ausführungsgesetz<sup>41</sup> schufen die gesetzlichen Grundlagen, dass alle Marktteilnehmer bei einer Insolvenz des General Clearing Mitglieds oder des Direct Clearing Mitglieds ihre Derivatepositionen sowie die damit verbundenen und hinterlegten Sicherheiten unmittelbar, unverzüglich und vollständig auf einen anderen Clearer übertragen können. Sicherheiten können Barmittel und Wertpapiere sein, die zur Abdeckung der Initial Margin und der Variation Margin verwendet werden.

Beim Clearing wird zwischen General Clearing Mitgliedern (GCM) und Direct Clearing Mitgliedern (DCM) unterschieden: Während GCM das Clearing nicht nur für sich und ihre eigenen Kunden (Agents) ausführen, sondern es auch Dritten wie beispielsweise anderen Kreditinstituten anbieten, also so genannten Non Clearing Members, die über keine Clearinglizenz verfügen, wickeln DCM nur ihre eigenen Positionen und die ihrer Kunden ab.

Voraussetzung für die Übertragung ist, dass die Sicherheiten von den Vermögenswerten und Positionen des GCM und des DCM getrennt geführt und gebucht (Separation) sowie darüber hinaus die Derivatepositionen für jeden Kunden einzeln geführt werden. Deshalb ist zukünftig für jeden einzelnen Kunden ein separates Unterkonto beziehungsweise Unterdepot einzurichten, das seine gehaltenen Positionen und geleisteten Sicherheiten ausweist. Damit sind die Voraussetzungen geschaffen, dass zum einen bei einer Insolvenz des GCM oder des DCM Positionen und Sicherheiten unverzüglich auf einen neuen Clearer übertragen werden können und zum anderen der Kunde Transparenz und im Streitfall Rechtssicherheit gewinnt.

Bisher gehen die von den Kunden geleisteten Sicherheiten in den Besitz des GCM oder des DCM über. Ihre Verwaltung erfolgt gemeinschaftlich, also nicht nach einzelnen Kunden getrennt. Die Sicherheiten werden gegenüber dem Zentralen Kontrahenten als eine Agent Position geführt, bei der Long- und Short-Positionen unmittelbar durch den GCM oder den DCM miteinander verrechnet werden können. Die Leistung von Sicherheiten seitens des GCM oder des DCM an den Zentralen Kontrahenten beschränkt sich also auf die verbleibende Differenz zwischen Long- und Short-Positionen. Im Ergebnis leistete der GCM oder DCM somit bisher erheblich weniger Sicherheiten an den Zentralen Kontrahenten als er von seinen Kunden anforderte. Die Differenz konnte er zur Erwirtschaftung zusätzlicher Erträge verwenden.

#### UNTERSCHIEDLICHE EFFEKTE HINSICHTLICH BAN-KENSTATUS UND AGENT FUNKTION DES CORPORATE TREASURY. Die Bewertung der Auswirkungen auf die Separation und die Portabilität von Sicherheiten und Positionen bei

Einführung eines verpflichtenden Clearings, des sogenannten Mandatory Clearings, über Zentrale Kontrahenten unterscheidet sich hinsichtlich des Clearingstatus des Marktteilnehmers. Für eine Tätigkeit als Direct Clearer oder als General Clearer ist nach deutschem Recht eine Vollbanklizenz erforderlich. Kleinere Kreditinstitute, Eigenhändler/Market Maker, Wertpapierhandelsbanken und Endkunden wie Versicherer, Pensionsfonds, Hedge Fonds, Industrie-, Handels- und Dienstleistungsunternehmen oder Privatpersonen hingegen verfügen über keine Clearinglizenz und müssen sich somit dem Einsatz von Direct Clearern oder General Clearern bedienen.

Während sich für die Anbieter von Clearingdienstleistungen durch EMIR nicht viel ändert, profitieren deren Kunden mit Umsetzung der EMIR von der neu eingeführten Separation und Portabilität von Positionen und Sicherheiten im Insolvenzfall ihres Clearingmitgliedes erheblich. Denn in einem solchen Fall ist nunmehr eine unverzügliche Identifizierbarkeit und Übertragung von Positionen aus Kreditderivaten und ihnen zugrunde liegenden Sicherheiten auf einen neuen Clearer möglich und aufgrund der Volatilität der Märkte und der damit verbundenen Risiken schnelles Handeln dringend geboten.

Damit steigen auch die Anforderungen an Eigenkapital und Liquidität der Clearinghäuser. Für sie könnten zudem neue Geschäftsmodelle erforderlich werden. So verfügt zum Beispiel die Eurex Clearing AG über ein Eigenkapital von lediglich 200 Millionen Euro, das durch eine Patronatserklärung der Mutter Deutsche Börse Gruppe in Höhe von 700 Millionen Euro ergänzt wird. Den wesentlichen Anteil an den geleisteten Sicherheiten tragen die Marktteilnehmer selbst bei, die per Ende 2012 Initial Margin-Leistungen von 35 Milliarden Euro hinterlegten und den Clearingfonds mit 1,4 Milliarden Euro dotierten, wobei sie sich zu einer zusätzlichen Nachschussverpflichtung von bis zu 2,8 Milliarden Euro verpflichteten.

## KOSTEN-/NUTZENBETRACHTUNG DER DURCH DIE

EMIR VERANLASSTEN VERÄNDERUNGEN. Durch die EMIR wird für standardisierte und clearingfähige Derivate-Produkte beim Handel zwischen Banken, Finanzdienstleistungsinstituten, Versicherern, Fonds inklusive Hedge Fonds sowie Industrie-, Handels- und Dienstleistungsunternehmen (Corporate Treasury) die Zwischenschaltung von Zentralen Kontrahenten zwischen den Vertragsparteien in der Regel erforderlich. Dadurch steigen die Anforderungen und die Höhe der zu stellenden Sicherheiten. Da diese zu einem hohen Anteil in Form von Cash zu leisten sind, der nicht verzinst wird, ergeben sich für die Marktteilnehmer erhöhte Liquiditäts- und Zinskosten.

Zudem reduzieren sich die Möglichkeiten der Vertragsparteien (Sicherungsgeber und Sicherungsnehmer), durch Nutzung von Forderungsaufrechnungen und Cross Margining die Sicherheits- und Eigenkapitalleistungen zu reduzieren. Denn unterschiedliche Produkte können nicht mehr so einfach wie früher zu einem gesamten Kontrahentenrisiko aggregiert werden, weil für die unterschiedlichen Produktkategorien häufig verschiedene Clearinghäuser erforderlich werden, die über getrennte Marginkonten und -systeme verfügen.

Die dabei eingebundenen Zentralen Kontrahenten müssen dafür entweder mit erheblich mehr Eigenkapital ausgestattet werden, da der Umfang der zu clearenden Kontrakte und Transaktionen deutlich ansteigen wird, oder es werden neue Clearinghäuser gegründet, die ebenfalls mit Eigenkapital auszustatten sind. An diesen Transaktionskosten und den gestiegenen Eigenkapitalerfordernissen werden sich nicht nur Banken und Clearinginstitute, sondern wohl auch die Kunden beteiligen müssen. Dem stehen als Nutzen ein erheblich höheres Maß an Sicherheit für die Parteien der Derivateverträge mit deutlich weniger Zahlungsausfällen sowie ein stabileres Finanzsystem gegenüber, der die demgegenüber stehenden Kosten und Nachteile wie unter anderem die Einschränkungen bei der Vereinbarung individueller Detailregelungen mehr als kompensieren würde.

Als Problem könnte sich ein Mangel an geeigneten Sicherheitsleistungen erweisen. In der Vergangenheit erfolgte die Sicherheitsleistung im Rahmen der Initial Margin, die dem allgemeinen Kursrisiko im Sinne einer kontraktbezogenen Einmalzahlung Rechnung trägt, in erster Linie durch Staatsanleihen. Für die Variation Margin, die den mark-to-market Verlust/Gewinn unmittelbar abdeckt, wurde Cash hinterlegt. Staatsanleihen werden von den Marktteilnehmern aber bekanntlich nicht mehr ohne weiteres als sicher angesehen. Somit sind zusätzliche Risiken für systemrelevant gewordene Zentrale Kontrahenten entstanden. Mittlerweile wird daher bereits eine Sicherheitenleistung in Form von Gold akzeptiert.

### NEUE SYSTEMRISIKEN DURCH MARKTBEHERRSCHEN-

DE CLEARINGHÄUSER. Die OTC-Derivate-Clearinghäuser sollen gemäß EMIR die Risiken übernehmen, wenn eine der am Handel beteiligten Parteien ausfällt. Während bisher die jeweiligen Vertragspartner von dem Risiko betroffen waren und sich damit das Risiko breit(er) streute, ist es zukünftig lediglich das OTC-Derivate-Clearinghaus, das als Zentraler Kontrahent zwischengeschaltet ist und nun das Ausfallrisiko alleine zu tragen hat. Doch wenn nur wenige Clearinghäuser den Markt beherrschen, kommt es mit dieser Risikoübernahme bei ihnen zu einer Konzentration von Risiken. In den USA existieren Schätzungen, dass in Zukunft 85 Prozent des Clearings über lediglich vier Clearinghäuser abgewickelt werden.<sup>43</sup> Denn das Abwicklungsgeschäft lohnt sich vor allem bei großen Marktanteilen. Um diese zu erreichen, dürfte sich daher der Wettbewerb erheblich verschärfen. Eine geschäftspolitische Option, Marktanteile zu gewinnen, ist, die Ansprüche an die Besicherung zu reduzieren, zumal das den Kunden zugleich erhebliche Vorteile bringt. Damit stellen sich an das Clearinghaus (noch) höhere Anforderungen an die exakte Berechnung der Sicherheiten. Der Druck, die Sicherheitsstandards zu senken, kann aber auch von Clearingkunden ausgeübt werden. Bereits jetzt ist zu beobachten, dass Clearinghäuser den Kreis der zulässigen Sicherheiten ausweiten.<sup>44</sup>

Doch mit der Risikokonzentration bei wenigen dominierenden Clearinghäusern erwachsen neue Risiken für die Finanzmarktstabilität. Diese können auf technische oder auf finanzielle Gründe zurückgehen. In Europa müssen daher die Clearinghäuser schon nachweisen, dass sie die Insolvenz ihrer beiden größten Kunden bewältigen können. Gleichwohl erarbeitet das Financial Stability Board bereits Vorschläge für die Rettung von Clearinghäusern. Dabei orientiert es sich an dem Instrument der Bankentestamente. In der Vergangenheit kam es aus technischen Gründen bereits häufiger zu Handelsunterbrechungen. Davon waren beispielsweise nicht nur Derivatebörsen in Kuala Lumpur (Malaysia) und Johannesburg (Südafrika) oder die Eurex betroffen, sondern auch die IntercontinentalExchange.

ALTERNATIVE PRODUKTMÖGLICHKEITEN: ANLEIHE-OPTIONEN. Eine Alternative zur Absicherung von Kreditausfallrisiken insbesondere im Bereich Portfoliomanagement und Treasury ist die Absicherung bestehender Gläubigerpositionen in Form von Anleihen über den Kauf von Anleihe-Put-Optionen. Das wäre ein geeignetes Instrument für Portfoliomanager, Versicherer und Pensionsfonds, die über hohe Volumina an Anleihebeständen auch von Staaten und industriellen Schuldnern verfügen, mit denen bis dato hohe Kontrahentenrisiken verbunden sind und die in der Vergangenheit zum Teil über Credit Default Swap-Verträge abgesichert wurden.

Die Absicherung von Anleihen mittels Put-Optionen ist für die Clearinghäuser ohne weiteres möglich, da sie über erprobte Tools und Systeme wie auch Margin-Algorithmen aus dem Handel von Optionen auf Bund-Future und Bobl-Future<sup>46</sup> verfügen. Zudem stehen dafür geeignete Pricing- und Bewertungstools zur Verfügung. Ebenso könnten sich für einen derartigen Handel Market Maker gewinnen lassen, die dem Markt Liquidität zur Verfügung stellen, weil hier eine Absicherung derivativer Positionen über den Leerverkauf (Short Sales) der den Kontrakten zugrunde liegenden Anleihen möglich ist. Für klassische Kreditengagements ist die Alternative nicht möglich, weil eine standardisierte Verbriefung von Darlehen aufgrund vertragsindividueller Details und Sicherheitenstellung derzeit kaum umsetzbar erscheint.

FAZIT. Die EMIR bringt durch die verpflichtende Einführung des Zentralen Kontrahenten für derivative, bislang OTC-gehandelte Kontrakte wesentliche Verbesserungen für Marktteilnehmer bezüglich Sicherheit, Separation und Portabilität ihrer Positionen sowie im Rahmen der Kontrakte geleisteter Sicherheiten (Margins) – sowohl für industrielle als auch für private Endkunden. Voraussetzung für die Verbesserungen ist, dass die betreffenden Kontrakte standardisierbar und clearingfähig sind. Das wird aber in vielen Fällen auch bei Kreditderivaten nicht hinreichend gegeben sein, weil für zahlreiche Schuldnerbonitäten beziehungsweise daraus abzuleitende Bonitätscluster kein liquider Sekundärmarkt für den Handel und somit ein Closing oder Hedging der Kontrakte möglich ist.

Ein weiteres Problem ergibt sich aus der Notwendigkeit, geeignete Clearinghäuser als Zentrale Kontrahenten zu finden. Während das bei exotischen Produkten oft sehr schwierig sein wird, hat sich im Bereich des Clearings von Credit Default Swaps mit der IntercontinentalExchange in Atlanta bereits ein etablierter und leistungsfähiger Marktteilnehmer gefunden. Die Gruppe Deutsche Börse mit der Eurex Clearing AG sowie die Chicago Mercantile Exchange in Chicago könnten als weitere Anbieter in diesem Markt zukünftig eine größere Rolle einnehmen. Das führende Clearinghaus bei Zinsswaps Swap Clear in London stände grundsätzlich als weiterer Marktplayer zur Verfügung.

Durch die Anpassung der deutschen Insolvenzordnung im Rahmen des EMIR-Ausführungsgesetzes,<sup>47</sup> die am 1. April 2013 in Kraft trat, ist eine wesentliche Verbesserung beim Schutz der Vermögenswerte von Kunden im Falle einer Insolvenz des Clearingmitgliedes geleistet worden. Die fortschreitende Harmonisierung der internationalen wie EU-weiten Banken- und Kapitalmarktregulierung wird diesen Trend weiter fortsetzen.

(Die Autoren danken Markus Henn, Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung - WEED e.V., für die kritische Durchsicht des Manuskripts und für wertvolle Hinweise.)

#### Fussnoten:

- 1 Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister.
- 2 Derzeit läuft der Trilog zwischen EU-Parlament, Rat der Europäischen Union (EU-Ministerrat) und EU-Kommission.
- 3 Zur Abgrenzung von Kreditderivaten gegenüber alternativen Instrumenten des Kreditrisikotransfers vgl. zum Beispiel Becker, Hans-Paul, Peppmeier, Arno, Bankbetriebslehre, 7. Auflage, Ludwigshafen 2008, S. 358-359; Burghof, Hans-Peter, Henke, Sabine, Alternative Produkte des Kreditrisikotransfers, in: Burghof, Hans-Peter, Henke, Sabine, Rudolph, Bernd, Schönbucher, Philipp J., Sommer, Daniel (Hrsg.), Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, 2. Auflage, Stuttgart 2005, S. 105-120, hier S. 118-119.
- 4 Hauser, Joachim, Kreditderivate. Grundlagen Risiken aufsichtsrechtliche Behandlung, Berlin 2013, S. 43. Sicherungsnehmer werden üblicherweise auch als (Ab)Sicherungskäufer (Protection Buyer) oder Risikoverkäufer (Risk Seller) bezeichnet. Das ist insofern ungenau, weil Käufer Kreditderivate auch zur Spekulation verwenden können, wenn zur Referenzeinheit keine Geschäftsbeziehung besteht, siehe hierzu Hauser S. 43–44, Fußnote 266. Sicherungsgeber werden auch als (Ab)Sicherungsverkäufer oder Risikokäufer bezeichnet.
- 5 Bei Termingeschäften fallen Abschluss und Erfüllung des Geschäftes zeitlich auseinander.
- 6 Es finden sich zahlreiche Systematisierungsvorschläge für Kreditderivate. Vgl. den Überblick und die Diskussion bei Hauser, a. a. O., S. 55–63. Bei der folgenden Einteilung in bedingte und unbedingte Kreditderivate orientieren wir uns an Hauser.
- 7 Bonitätsänderungsrisiken umfassen sowohl negative als auch positive Bonitätsänderungen.
- 8 Vgl. Hauser, a. a. O., S. 66.
- 9 Vgl. Hauser, a.a.O., S. 94-95.
- 10 Vgl. Hauser, a.a.O., S. 100.
- 11 Vgl. Hauser, a. a. O., S. 102-103.
- $12\,$  Zu den einzelnen Grundstrukturen der definierten Kreditderivate vgl. Hauser, a. a. O., S. 65–105.
- 13 auf Konzernbasis
- 14 In der Zahlungsbilanzstatistik der Deutschen Bundesbank werden unter «Außenwirtschaftliche Bestandsstatistiken» ebenfalls Nominal- und Marktwerte von Credit Default Swaps ausgewiesen, sie stammen jedoch aus der OTC-Derivatestatitik der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.
- 15 Vgl. Bank for International Settlements, Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2012, Mai 2013, Basel 2013, Tabelle 1 S. 12, Tabellen 4–8 S. 15-19. http://www.bis.org/publ/otc\_hy1305.htm.
- 16 Vgl. Bank for International Settlements, a. a. O., S. 1.
- 17 Vgl. o.V., EU wirft Banken Abschottung vor. Almunia vermutet unlauteren Schutz des OTC-Derivategeschäfts gegenüber börslichen Konkurrenten, in: Börsen-Zeitung, 2. Juli 2013, S. 3.
- 18 Die ISDA ist ein Zusammenschluss von Teilnehmern am Markt für OTC-Derivate mit Sitz in New York. Sie wird also von den Investmentbanken kontrolliert.
- 19 Die Banken hatten sich damals gemeinsam für ein Clearing bei der IntercontinentalExchange (ICE) entschieden.
- 20 Vgl. Pengelly, Mark, Exchange-traded credit derivatives disappoint, in: Risk magazine, 4. April 2007, http://www.risk.net/risk-magazine/news/ 1501919/exchange-traded-credit-derivatives-disappoint.
- 21 https://www.theice.com/credit.jhtml.
- 22 Siehe Delegierte Verordnung (EU) Nr. 149/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für indirekte Clearingvereinbarungen, die Clearingpflicht, das öffentliche Register, den Zugang zu einem Handelsplatz, nichtfinanzielle Gegenparteien und Risikominderungstechniken für nicht durch eine CCP geclearte OTC-Derivatekontrakte (im Folgenden: Delegierte Verordnung).
- 23 oder von anderen nichtfinanziellen Einrichtungen innerhalb der Unternehmensgruppe, zu der sie gehört,
- 24 Artikel 10 Absatz 1 lit. b) EMIR. Zu den Einzelheiten vgl. Artikel 10 Absatz
- 25 Artikel 11 Delegierte Verordnung, a.a.O.
- 26 Bruttonennwert: Summe aller Nettopositionen und -forderungen je Gegenpartei und Kategorie von Derivaten.
- 27 Zuvor wurden OTC-Derivategeschäfte oft ohne direkte Besicherung gegen Kreditlinien durchgeführt.
- 28 Siehe Delegierte Verordnung, a. a. O., Kapitel VIII.
- 29 Artikel 9, Absatz 1 EMIR in Verbindung mit Artikel 55 (Registrierung) und Artikel 77 (Anerkennung) EMIR. Vgl. hierzu auch Artikel 25 MiFID, Artikel 23 MiFIR sowie § 9 WpHG.

- 30 Vgl. o.V., Aufseher verzögern Emir-Einführung, in: Börsen-Zeitung, 14. September 2013, S. 3; o.V. Regulatorische Schwindelanfälle, in: Börsen-Zeitung, 5. September 2013, S. 8.
- 31 Zu den offenen Fragen vgl. o.V., Emir gibt Rätsel auf. Experten beklagen vage Reporting-Vorgaben der Derivateverordnung Starttermin in Frage gestellt, in: Börsen-Zeitung, 5. September 2013, S. 4.
- 32 Zur aktuellen Bewertung der Collateral Transformation durch die deutsche Bundesregierung vgl. o.V., Berlin relativiert Sicherheiten-Tuning. Ministerium: Deutsche Marktteilnehmer betreiben nur in geringem Umfang Collateral Transformation, in: Börsen-Zeitung, 4. Juli 2013, S. 4.
- 33 Basel Committee on Banking Supervision und Board of the International Organization of Securities Commissions, Margin requirements for non-centrally cleared derivatives, September 2013. Siehe <a href="http://www.bis.org/publ/bcbs261.pdf">http://www.bis.org/publ/bcbs261.pdf</a>.
- 34 Vgl. zum Beispiel Herz, Carsten, Regulierer fordern härtere Vorgaben. Finanzinstitute sollen angemessene Vorsorge für einen Ausfall treffen, in: Handelsblatt, 3. September 2013, S. 31.
- 35 Die ISDA entwickelte Rahmenverträge (ISDA Master Agreements) für den Handel mit spezifischen OTC-Produkten, in denen grundlegende vertragliche Verpflichtungen zwischen den handelnden Parteien geregelt sind.
- 36 http://www.swapclear.com.
- 37 http://www.cmegroup.com/trading/cds/.
- 38 https://www.theice.com/clear\_europe\_cds.jhtml.
- 39 Soll ein noch laufendes Kreditderivat vorzeitig aufgelöst und die eingegangene Position geschlossen werden, erfolgt eine Glattstellung. Das kann über Termination beziehungsweise Tear-Up oder Assignment beziehungsweise Novation erfolgen. Da eine Glattstellung häufig nicht erreicht werden kann, wird zur Schließung der Position eine Gegenposition (Offsetting Position) mit einem neuen Kontrahenten eingegangen.
- 40 Credit Value Adjustments (CVAs) sind Abschläge auf die Kontraktwerte durch Bonitätsverschlechterungen des Vertragspartners. Zu Credit Value Adjustments vgl. Martin, Marcus, Bächstädt, Karl-Heinz, Pietrzak, Michael, Neue Methoden und Ansät-ze zur Quantifizierung und Kapitalunterlegung der Kontrahentenrisiken, in: Erben, Roland Franz (Hrsg.), Risiko-Manager Jahrbuch 2012/2013, Köln 2012, S. 56-65, hier S. 62-64.
- 41 Ausführungsgesetz zur Verordnung Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, am 16. Februar 2013 in Kraft getreten.
- 42 Vgl. Deutsche Börse Group, Unternehmensbericht 2012, Eschborn 2013, S. 173.
- 43 Vgl. Atzler, Elisabeth, Riskante neue Bankenwelt. Die Reform der Derivate-Märkte soll das Finanzsystem stabiler machen – doch der Umbau birgt neue Gefahren, in: Handelsblatt, 14. August 2013, S. 28–29, hier S. 29.
- 44 Positiver Aspekt dieser Ausweitung ist eine Diversifikation bei den Sicherheiten.
- 45 Eine Übersicht über Ausfälle oder Beinahe-Ausfälle von Clearinghäusern in den 1970- bis 1990-Jahren gibt Oliver Wyman: Quarry, Jason, Wilkinson, Barrie, Pittaway, Toby, Cheah, Jay, OTC Derivatives Clearing. Perspectives on the Regulatory Landscape and Considerations for Policymakers, 31. Mai 2012. S. 7.
- 46 Ein Euro-Bobl-Future (kurz Bobl-Future) ist ein Börsenterminkontrakt auf mittelfristige, festverzinsliche und fiktive Bundesobligationen (Bobls) oder Schuldverschreibungen der ehemaligen Treuhandanstalt.
- 47 Änderung des Einführungsgesetzes zur Insolvenzordnung im Rahmen des EMIR-Ausführungsgesetzes.

#### **AUTOREN**

Diplom-Kaufmann und Certified Rating Advisor Karl-Heinz Bächstädt, Diplom-Kaufmann Dr. Michael Pietrzak, beide Unternehmensberater bei der Rating & Risk Consulting GmbH, www.ratingrisk.de