



Thorsten Gommel / Peter Gomber

## Neuaustrichtung des OTC-Derivate-Marktes als Chance begreifen

Am 27. Juli dieses Jahres veröffentlichte die Europäische Union die finale Fassung der „Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister“, die sogenannte European Market Infrastructure Regulation (EMIR), die damit am 16. August 2012 in Kraft trat. Der Hintergrund für diese Regulierung sind die Geschehnisse im September 2008. Als stärkster Katalysator für die kurzfristige und massive Eskalation der Krise wurden im Nachgang bestimmte Finanzinstrumente, sogenannte Credit Default Swaps (CDS), identifiziert. CDS sind außerbörslich (Over-the-Counter, OTC) gehandelte und abgewickelte Kreditausfallversicherungen, deren Kontrahenten in der Marktpanik des Septembers 2008 zum Teil nicht identifizierbar waren. Dies wäre jedoch notwendig gewesen, um die Folgewirkungen eines unkontrollierten Zusammenbruchs abschätzen zu können.

### Grundlegende Reform des OTC-Derivate-Marktes

Noch im Herbst 2008 begannen deshalb auf Politik- und Regulierungsebene die Überlegungen, wie solche Fälle in Zukunft systematisch vermieden werden könnten. Eine wichtige Erkenntnis war es dabei, dass eine Lösung nicht auf nationaler Ebene erfolgen kann. Am 25. September 2009 einigten sich die Regierungschefs auf dem G20-Gipfel in Pittsburgh, den OTC-Derivate-Markt grundlegend zu reformieren. Im Fokus standen dabei folgende Forderungen:

– Alle standardisierten OTC-Derivate werden an Börsen beziehungsweise elektroni-

schen Handelsplattformen gehandelt und bis spätestens Ende 2012 über eine zentrale Gegenpartei abgewickelt.

– OTC-Derivate-Kontrakte werden an Transaktionsregister gemeldet.

– Für nicht zentral abgewickelte Kontrakte gelten höhere Kapitalanforderungen.

Dazu sollen international einheitliche Regularien entwickelt und verabschiedet werden, um regulatorische Arbitrage zu vermeiden. In Europa findet der G20-Beschluss mit EMIR seine Umsetzung. Begleitet und ergänzt wird dies maßgeblich durch eine Novelle der Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II) sowie eine erneute Reform der Capital Requirements Directive (CRD IV).

Drei Jahre nach dem Pittsburgh-Beschluss ist der Umsetzungsfortschritt der OTC-Derivate-Regulierung in Europa noch lückenhaft. Der mehrstufige europäische Gesetzgebungsprozess für EMIR und CRD IV befindet sich erst seit Mitte 2012 auf der Zielgeraden, bei MiFID II wird er absehbar noch bis zu weiteren drei Jahre dauern. Obwohl EMIR seit wenigen Tagen in Kraft ist, kann das Ziel von Pittsburgh, bis spätestens Ende 2012 alle standardisierten OTC-Derivate über eine zentrale Gegenpartei abzuwickeln, in der Praxis in Europa nicht mehr erreicht werden.

### Neuartiger Regulierungsansatz

Zentrales Element von EMIR ist die Clearing- und Meldepflicht für sogenannte standardisierte OTC-Derivate. Die zuständige EU-Behörde für die Definition der sogenannten technischen Standards im Zusammenhang mit EMIR, die European Securities and Markets Authority (ESMA), hat dabei einen neuartigen Bottom-Up-Ansatz ausgewählt. Nach diesem wird definiert, welche Derivate unter die Clearing-Pflicht fallen.<sup>1)</sup> Dabei benennt sie die clearingpflichtigen OTC-Derivate-Typen nicht ex-

*Thorsten Gommel, Partner im Bereich Financial Services Consulting, PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, und Prof. Dr. Peter Gomber, Inhaber des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere e-Finance, Goethe-Universität Frankfurt am Main, und stellvertretender Vorsitzender des Vorstandes des E-Finance Lab*

*Die stärkere Reglementierung des außerbörslichen Derivate-Handels in der Europäischen Union wird den Finanzsektor ab 2013 nachhaltig verändern. Gemäß einer EU-Verordnung werden außerbörsliche Derivate zukünftig über zentrale Kontrahenten abzuwickeln sein, das Reporting muss nahezu in Echtzeit erfolgen. Die Autoren stellen die wichtigsten Elemente dieser Verordnung vor und analysieren auf Basis einer Studie den aktuellen Umsetzungsstand sowie mögliche Chancen und Risiken. Insgesamt – so ihr Fazit – wird der Markt an Transparenz gewinnen. Gleichzeitig werden die Handelsvolumina zumindest kurzfristig zurückgehen, sodass die Margen erheblich unter Druck geraten können. Nicht alle Institute sind auf diese weitgreifenden Änderungen vorbereitet. (Red.)*

plizit, sondern schafft einen einheitlichen europäischen Rechtsrahmen zur Anerkennung von Zentralen Gegenparteien (Central Counterparties, CCPs). Gleichzeitig definiert sie im Umkehrschluss alle Derivate als clearingpflichtig, die regelmäßig über zwei anerkannte CCPs abgewickelt werden können (in Ausnahmefällen auch bei nur einem CCP).

Die Marktteilnehmer erwarten derzeit, dass im ersten Schritt nur bestimmte Arten von CDS sowie Interest Rate Swaps (IRS) unter die Clearing-Pflicht fallen, da hier das Angebot auf Ebene der CCPs bereits am weitesten gediehen ist. Für alle übrigen Derivate wird faktisch eine Besicherungspflicht wirksam, da ansonsten stärkere Eigenkapitalunterlegungsanforderungen nach CRD IV greifen. Sämtliche Derivate-Transaktionen müssen zudem bis zum Abend, der auf den Handelstag folgt, an ein geeignetes Transaktionsregister (TR) gemeldet werden.

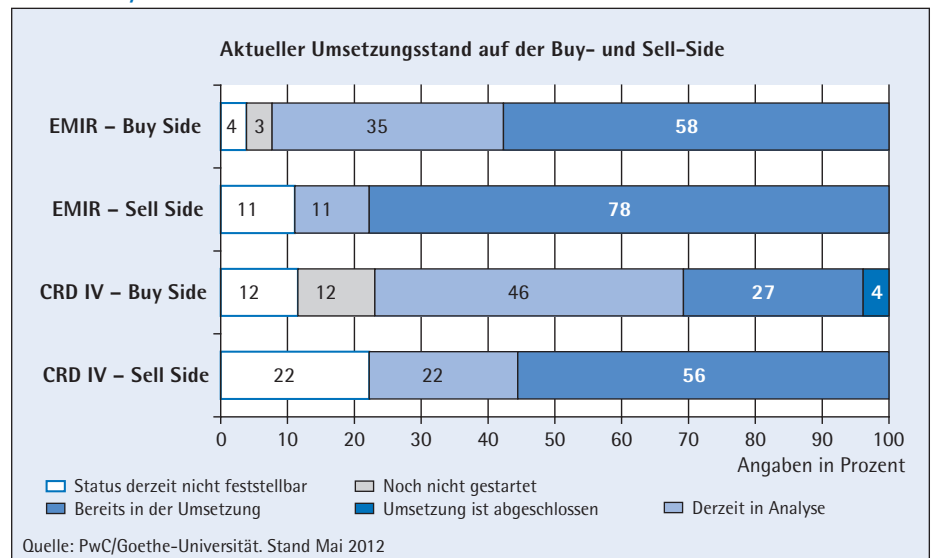
### Umsetzungsstand in der Praxis

Eine Vielzahl von Marktinfrastrukturanbietern, wie Betreiber von Börsen und Clearing-Häusern, arbeiten derzeit an der Einführung oder dem weiteren Ausbau ihrer CCP-Angebote, sodass der Umfang clearingpflichtiger OTC-Derivate in den kommenden Jahren zügig zunehmen dürfte. Insofern ist der ESMA-Ansatz aus Regulierungssicht durchaus als erfolgreich einzustufen. In einer aktuellen Studie<sup>2)</sup> zeigen die befragten Marktteilnehmer jedoch eine gewisse Skepsis im Hinblick auf die CCPs. Sie sehen vor allem die ständig steigende Zahl an Anbietern mit großer Sorge.

Je mehr CCPs in den Markt drängen, desto fragmentierter ist die ohnehin zurückgehende Marktliquidität und desto mehr Ineffizienzen entstehen in Bezug auf die Bereitstellung der ohnehin knapper werdenden Sicherheiten. Dies führt wiederum auf Ebene der Verwahrstellen für Wertpapiersicherheiten, den nationalen und internationalen Central Securities Depositories (CSD/ICSD), zu ganz neuen Geschäftsideen hinsichtlich des besseren globalen Managements von Sicherheiten.

Es ist jedoch fraglich, ob sich die zum Teil hohen Erwartungen in den Geschäftsplanungen der CCPs erfüllen werden. Viele

**Abbildung 1: Unterschiedlicher Umsetzungsstand wesentlicher Regulierungsinitiativen in Bezug auf OTC-Derivate bei den Marktteilnehmern auf der Buy- und Sell-Side**



Marktteilnehmer rechnen nach der aktuellen CCP-Gründungswelle mit einer Konsolidierung, das heißt einer Marktberreinigung auf wenige führende Adressen. Grund hierfür ist auch der zuletzt überraschend starke Rückgang der Handelsvolumina, nicht zuletzt bedingt durch die Eurokrise. Nur noch acht Prozent der befragten Unternehmen erwartet für ihr Haus kurzfristig eine Zunahme der Handelsvolumina an OTC-Derivaten, während die große Mehrheit von einem beschleunigten Einbruch ausgeht.

Zum Lager der Optimisten gehören in Deutschland vor allem Landesbanken und genossenschaftliche Zentralbanken, die interessanterweise von einer Ausnahme in EMIR profitieren, dass Geschäfte innerhalb ihres jeweiligen Haftungsverbundes von der Clearing-Pflicht befreit bleiben. Insgesamt wird sich aus Sicht der befragten Marktteilnehmer das bilateral gehandelte und abgewickelte Volumen bis Ende 2013 halbieren, langfristig aber immer noch 30 Prozent des OTC-Derivate-Marktes einnehmen.

Die Studie verdeutlicht zudem den großen Handlungsbedarf der Marktteilnehmer, deren Projektpläne zum Teil noch weit in das Jahr 2013 und darüber hinaus reichen. So haben derzeit erst 58 Prozent der sogenannten Buy-Side-Banken, die überwiegend als Abnehmer von Dienstleistungen im Bereich OTC-Derivate auftreten, die

Konzeptionsphase der Projekte bereits hinter sich gelassen und befinden sich derzeit in der Umsetzungsphase mit technischen, organisatorischen und vertraglichen Anpassungen. Bei den sogenannten Sell-Side-Banken, die hauptsächlich als Dienstleister im Bereich OTC-Derivate agieren, wie etwa große Investmentbanken, ist der Wert mit 78 Prozent erwartungsgemäß etwas höher, aber wenige Monate vor dem geplanten Inkrafttreten ebenfalls nicht zufriedenstellend (siehe Abbildung 1). Bezüglich der gleichzeitig einzuführenden CRD IV (Basel III) Regulierung hinkt der Umsetzungsstand sogar noch weiter hinterher.

### Handel verändert sich im Volumen, aber nicht strukturell

Die Auswirkungen der neuen OTC-Regulierung sind bereits jetzt deutlich zu spüren. Der Großteil der befragten Marktteilnehmer erwartet sowohl im bilateralen Geschäft als auch im über CCPs abgewickelten Geschäft deutliche Kostensteigerungen. Zudem erwarten 75 Prozent der Sell-Side-Banken einen Rückgang der Ertragsströme.

Als Hauptgrund werden etwa gleichgewichtet die Kapitalanforderungen und zunehmende Preistransparenz genannt – erst danach folgt ein erwarteter Rückgang der Handelsvolumina. Mittel- und langfristig rechnen die Marktteilnehmer zwar wieder

mit einer Erholung der Handelsvolumina, die Kapitalanforderungen und der Margendruck aufgrund größerer Preistransparenz bleiben aber erhalten.

Die negativen Auswirkungen auf die Kosten- und Ertragsseite haben überraschenderweise kaum Konsequenzen auf die zukünftige Struktur des Portfolios der Marktakteure. Das dominierende Motiv für den Handel mit OTC-Derivaten bleibt für 73 Prozent aller Befragten weiterhin die Absicherung von Risiken – bei den Asset Managern sind dies sogar 93 Prozent, bei den Sell-Side-Banken immerhin noch 48 Prozent.

Von den übrigen Geschäften dienen insgesamt 19 Prozent Arbitragezwecken und nur acht Prozent Spekulationszwecken. Selbst bei der Gruppe der Sell-Side-Banken ist der Anteil der reinen Spekulationsgeschäfte mit 19 Prozent relativ gering. Überraschend ist, dass diese Aufteilung nach Angaben der Marktteilnehmer kurz-, mittel- und langfristig weitestgehend konstant bleiben soll.

### Zeitnahes Reporting als große Herausforderung

Neben der Clearing-Verpflichtung ist insbesondere die Reporting-Pflicht ein Instrument, um den außerbörslichen Derivate-Markt transparenter zu gestalten. Unter der Reporting-Pflicht versteht man das Melden aller getätigten Finanztransaktio-

nen an zentrale Register – auch für über Börsen ausgeführte Geschäfte.

Ferner wird derzeit von der ESMA vorgeschlagen, hinterlegte Sicherheiten beim CCP und bei bilateraler Besicherung beim jeweiligen Handelskontrahenten ebenfalls an TRs zu melden. Ziel ist es, den Regulatoren stets einen Einblick in den gesamten Derivate-Markt zu geben, um so beispielsweise frühzeitig den Aufbau großer Positionen einzelner Institute zu erkennen. Die Systeme und Prozesse vieler Marktakteure sind aktuell nicht darauf ausgelegt, abgeschlossene Derivate-Kontrakte und deren Sicherheiten anzuzeigen und zu melden.

Vor allem kleinere Marktakteure stehen hier vor großen Herausforderungen, da sie oftmals nicht über die notwendige IT-Ausstattung verfügen. Die Komplexität erhöht sich dadurch, dass nicht alle TRs Daten zu allen Produkten speichern. Je nach Struktur ihres Portfolios werden sich Marktteilnehmer an mehrere Register anbinden müssen. Dies bedeutet für die Institute, geeignete Prozesse und IT-Strukturen zu implementieren, um das Reporting in einem angemessenen Zeitraum gewährleisten zu können.

Vor diesem Hintergrund erscheint es wenig erstaunlich, dass ein großer Teil (40 Prozent) der befragten Marktteilnehmer gegenwärtig noch immer unschlüssig darüber ist, wie sie ihren Reporting-Ver-

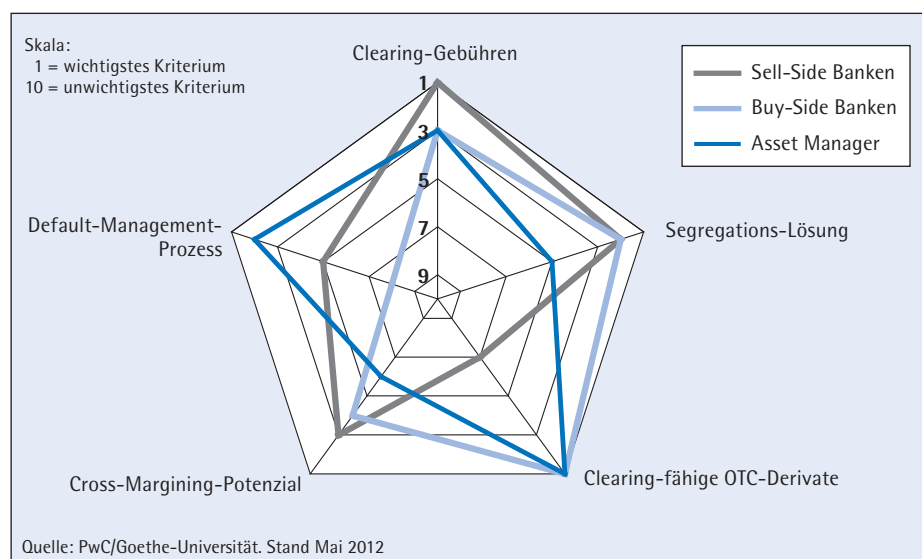
pflichtungen nachkommen wollen. Unter den bereits Entschlossenen denken 20 Prozent in Richtung der Provider von Affirmation-Plattformen und jeweils 15 Prozent in Richtung Clearing respektive Execution Broker. Nur zehn Prozent sind entschlossen, sich selbst direkt anzubinden. Sofern die CCPs eine direkte Schnittstelle zu TRs anbieten würden, sind jedoch 55 Prozent einer solchen Lösung gegenüber offen eingestellt. Ein Marktstandard ist hier noch nicht erkennbar.

### Segregationsmodelle entscheidend

Neben der Steigerung der Transparenz durch die TRs ist der Insolvenzschutz durch eine effektive Segregation ein weiterer, wichtiger Baustein in den neuen Regularien, um die Stabilität des Finanzmarktes zu erhöhen. Ziel der Segregation von einzelnen Kunden ist es, diese vor den Auswirkungen einer Insolvenz des Clearing Members zu schützen. Dies wird durch die Separierung von Kundenpositionen und Sicherheiten von denen ihres Brokers beziehungsweise Clearing Members (CM) erreicht. Dabei ist zwischen individueller und einer sogenannten Omnibus-Segregation zu unterscheiden. Bei der Omnibus-Segregation werden Kundenpositionen und Sicherheiten lediglich von den Eigenbeständen des CMs separiert, nicht aber von den hinterlegten Sicherheiten anderer Kunden. Bei der individuellen Segregation werden Positionen und Sicherheiten eines Kunden zusätzlich von denen anderer Kunden (etwa einzelne Investmentvermögen) getrennt.

Segregation erlaubt, Kundenpositionen und dazugehörige Sicherheiten bei Ausfall oder Insolvenz des originären CMs von dessen Insolvenzmasse abzugrenzen und gegebenenfalls an einen anderen CM zu übertragen. Die Übertragung gestaltet sich bei der individuellen Segregation einfacher, da Positionen und Sicherheiten direkt dem einzelnen Kunden, welcher dem CCP bekannt ist, zugeordnet werden können. Zudem bietet die individuelle Segregation den größten Schutz, da die Transaktionen eines Kunden somit auch vor dem Ausfall eines anderen Kunden geschützt sind. Aufgrund der Vorgaben von CRD IV ist eine individuelle Segregation beim CCP eine der Voraussetzungen für die Anwendung des reduzierten Risikogewichtes von zwei Prozent (im Gegensatz zu mindestens 20 Prozent im bilateralen Geschäft).

**Abbildung 2: Kriterien bei der Auswahl von CCPs für OTC-Derivate bei verschiedenen Marktteilnehmern**



Vor diesem Hintergrund ist es eigentlich überraschend, dass der Markt noch keine eindeutige Präferenz für eine der beiden Lösungen entwickelt hat. Letztlich ist es eine Abwägungsentscheidung zwischen Schutzbedürfnis und Kostenbewusstsein, denn eine Vervielfachung der Kontenzahlen erhöht nicht nur die externen Gebühren der Clearing-Kunden, sondern verringert auch potenzielle Kostenentlastungen an anderer Stelle, etwa durch Netting-Effekte bei der Sicherheitenstellung.

### Auswahl geeigneter Dienstleister hat nun Priorität

Der Großteil der Marktteilnehmer im OTC-Derivate-Handel kann diese Veränderungen nicht mit Zugriff auf Konzerneinheiten lösen. Seit Herbst 2010, als der erste EMIR-Richtlinienentwurf von der EU-Kommission veröffentlicht wurde, stehen die Auswahl geeigneter Dienstleister und die Etablierung von Dienstleistungsbeziehungen an erster Stelle. Dabei geht es – je nach Aufstellung des eigenen Hauses – um neue Geschäftsbeziehungen zu Clearing Brokern, Execution Brokern, Anbietern von Handelssystemen, Affirmation Plattformen, Collateral Managern, Central Counterparties und Transaktionsregistern.

Infolgedessen ändern sich für einige Marktteilnehmer, wie beispielsweise Asset Manager, weitere Geschäftsbeziehungen, unter anderem zu institutionellen Investoren, externen Portfolio Managern, Fondsadministratoren und Verwahrstellen. Aufgrund des immer näher rückenden Einführungstermins sind diese Veränderungen in hohem Maße parallel voranzutreiben, was die Projekte sehr komplex macht.

Die Meinungen der meisten Marktakteure gehen bei der Auswahl der für sie geeigneten Clearing Broker und CCPs erwartungsgemäß weit auseinander: So achten Buy-Side-Banken bei der Auswahl von Clearing-Brokern vor allem auf die Höhe der Gebühren und die Qualität der Segregation-Lösungen, während für Asset Manager die Produktabdeckung an clearingfähigen Derivatetypen und die Implementierungskosten im Vordergrund stehen.

Ein ähnliches Bild ergibt sich mit Blick auf die Auswahl geeigneter CCPs. Asset Manager bevorzugen CCPs, die eine mög-

lichst breite Produktabdeckung an OTC-Derivaten und einen transparenten und robusten Prozess im Falle der Insolvenz von CMs haben, während für die Investmentbanken die Höhe der Clearing-Gebühren, die Segregationslösungen und die Effizienz im Margining-Prozess die zentralen Auswahlkriterien sind (siehe Abbildung 2).

Da aber mangels Interoperabilität unter den CCPs derzeit noch kein Geschäft gecleart werden kann, wenn es nicht von beiden Kontrahenten zum gleichen CCP geschickt wird, müssen sich die Parteien im Einzelfall unbedingt verständigen.

### Größere Markttransparenz und höhere Administrationskosten

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass sich der Markt durch die verschiedenen Regularien in einem starken Umbruch befindet. Neben dem Anpassungsdruck hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsbeziehungen und Geschäftsmodelle stellt sich derzeit auch die Frage, ob es noch einen ausreichend liquiden OTC-Derivate-Markt geben wird.

Die erwarteten Veränderungen, wie Derivate gehandelt und abgewickelt werden, weisen aktuell noch eine hohe Heterogenität auf. Wenn nach dem zentralen Clearing über einen CCP in einigen Jahren durch MiFID II auch die Pflicht zum Handel aller OTC-Derivate über regulierte Handelsplattformen Einzug hält, können die Instrumente jedenfalls kaum noch als OTC-Derivate bezeichnet werden. Jede Krise und Umstrukturierung des Marktes bedeutet jedoch auch eine Vielzahl von Chancen, bei deren Realisierung es Gewinner und Verlierer geben wird.

Für Marktinfrastruktur-Anbieter bietet die gesetzliche Verpflichtung zur Nutzung eines CCPs und Transaktionsregisters die Chance, ganz neue Geschäftsfelder zu erschließen, die durch die absehbare Pflicht zum Handel von OTC-Derivaten über regulierte Handelsplattformen zudem noch weiter an Attraktivität gewinnen werden. Für Anbieter von Client-Clearing-Dienstleistungen werden der Wettbewerbsdruck, aber auch die Chancen zur Differenzierung deutlich zunehmen.

Größere Sell-Side-Banken könnten durch den Reifegrad ihres OTC-Geschäfts und

durch Verbindungen zu sämtlichen CCPs Größenvorteile ausspielen, während kleinere Sell-Side-Banken individuelle Clearing-Lösungen auf bestimmte Kundengruppen, zum Beispiel kleine Regionalbanken, zuschneiden könnten.

### Noch offene Regulierungsfragen

Insgesamt wird der Markt sicherer und transparenter, die Administrationskosten werden zunehmen, die Handelsvolumina kurzfristig zurückgehen und damit die Margen vor allem der Investmentbanken erheblich unter Druck kommen. Es entsteht eine Entwicklung hin zum Käufermarkt, welches für die Buy-Side-Banken und Asset Manager sicherlich positiv zu bewerten ist. Ob allerdings die hohen Umsetzungskosten diesen Vorteil nicht mehr als aufwiegen, ist derzeit offen.

Der Regulator verfolgt im Bereich der OTC-Derivate das Ziel, systemische Risiken aus dem Markt zu nehmen. Durch die Initiativen EMIR, CRD IV und MiFID II hat sich per heute schon einiges verändert beziehungsweise ist auf den Weg gebracht worden. Für das kommende Jahr wird es daher spannend, wie die ESMA mit den zentralen, noch offenen Fragen der Reform der OTC-Derivate-Märkte umgeht. Dazu gehören:

- Welche Arten von OTC-Derivate werden wann CCP-pflichtig?
- Wie erfolgt die Gesamtkonsolidierung aller Transaktionsregister?
- Was passiert, wenn ein CCP den Ausfall von mehr als den zwei größten CMs nicht mehr auffangen kann?

Für den Regulierer bleibt also noch viel zu tun. Für die Marktteilnehmer, die diese Regulierung umsetzen müssen, ebenfalls.

### Fußnoten

<sup>1)</sup> Vergleiche hierzu ESMA Draft Technical Standards for the Regulation on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories (Stand 25. Juni 2012) <http://www.esma.europa.eu/content/Draft-Technical-Standards-Regulation-OTC-Derivatives-CCPs-and-Trade-Repositories-0>.

<sup>2)</sup> Studie: „The Future of Capital Markets, Survey on the impact of regulation“ von PwC in Zusammenarbeit mit der Goethe-Universität, Frankfurt am Main; Teilnehmer waren 10 große internationale Investmentbanken (darunter etwa 50 Prozent der Top 15), 11 führende Banken in Deutschland und 5 globale Asset Manager, darunter 3 der Top 4 Adressen weltweit. Befragungszeitraum: April 2012.