

Schriftenreihe

Band 11 (a)

Dodd-Frank Act vs. EMIR – Eine vergleichende Analyse zur Regulierung des internationalen Derivatemarktes

von
Sebastian Holtkamp

Herausgegeben von Henrik Schütt

Abstract der Arbeit

Der internationale Derivatemarkt ist geprägt von einer geringen Transparenz beim Handel von „Over the Counter“ (OTC)- kontrahierten Geschäften und einem damit einhergehenden erhöhten Gegenparteiausfallrisiko. Dies führt dazu, dass die Finanzaufsichten die entstehenden Risikopositionen nicht adäquat einschätzen und bewerten können. Als Resultat dieser fehlenden Transparenzmerkmale wurde beginnend im Jahr 2012 der gesamte Derivatemarkt neu strukturiert. Die dafür zugrunde liegende Regulatorik ist in den USA im Dodd-Frank-Act verankert und in Europa in der EU-Verordnung EMIR.

Diese beiden einflussreichen Regulierungsvorschriften werden in der vorliegenden Untersuchung miteinander verglichen. Basis dieses Vergleiches sind die nahezu deckungsgleichen Regulierungsinhalte. Dazu gehören die zentrale Clearingpflicht von OTC-Derivaten, erweiterte Meldepflichten sowie Risikominderungstechniken (Risk Mitigation) für nicht zentral geclearte Derivate. Die Analyse anhand der vier ausgewählten Kriterien Transparenz, Wettbewerbseinfluss, Risikoeinschätzung und wesentliche Kostentreiber führt unter anderem zu dem Ergebnis, dass der Dodd-Frank-Act deutlich weiter in der Umsetzung der einzelnen Pflichten ist, als die EMIR-Verordnung in Europa.

Zitation:

Holtkamp, Sebastian (2014):

Dodd-Frank Act vs. EMIR – Eine vergleichende Analyse zur Regulierung des internationalen Derivatemarktes

In: Deutsches Institut für Bankwirtschaft – Schriftenreihe, Band 11 (a) (11/2014)

ISSN 1869-635X erhältlich unter:

<http://www.deutsches-institut-bankwirtschaft.de/schriftenreihe/>

Inhaltsverzeichnis

<u>Abkürzungsverzeichnis.....</u>	<u>IV</u>
--	------------------

<u>Abbildungsverzeichnis.....</u>	<u>V</u>
--	-----------------

<u>Tabellenverzeichnis.....</u>	<u>VI</u>
--	------------------

<u>1. Einleitung.....</u>	<u>1</u>
----------------------------------	-----------------

<u>2. Sachlicher Anwendungsbereich.....</u>	<u>3</u>
--	-----------------

2.1 Begriffsdefinitionen.....	3
-------------------------------	---

2.2 Vergleich außerbörslich zu börsengehandelten Derivaten	7
--	---

2.3 Gründe für eine stärkere Regulierung.....	10
---	----

<u>3. Anwendungsbereich der European Markets Infrastructure Regulation.....</u>	<u>16</u>
--	------------------

3.1 EMIR- Entwicklung und Stand im Sommer 2014.....	16
---	----

3.2 Die zentrale Clearingpflicht.....	21
---------------------------------------	----

3.3 Transaktionsregister zur Meldung von Derivatekontrakten.....	26
--	----

3.4 Risikominderungstechniken für nicht-geclearte Transaktionen.....	30
--	----

3.5 Stand der Regulatorik im Sommer 2014.....	37
---	----

<u>4. Regulatorische Anforderungen aus dem Dodd-Frank Act Title VII.....</u>	<u>40</u>
---	------------------

4.1 Allgemeine Grundlagen.....	40
--------------------------------	----

4.2 Extraterritoriale Auswirkungen für Nicht-US Marktteilnehmer.....	45
--	----

4.3 Ausgewählte Pflichten aus dem Title VII des Dodd-Frank Act.....	47
---	----

4.3.1 Derivatehandel an registrierten Handelsplattformen.....	47
---	----

4.3.2 Meldepflichten der Marktakteure.....	50
--	----

4.3.3 Grundanforderungen nicht zentral geclearter Kontrakte.....	53
--	----

5. Vergleichende Analyse der europäischen und amerikanischen

Derivate-Regulierungen..... 56

5.1 Kriterien zur Systematisierung der Analyse..... 57

5.2 Pro- und Contra-Betrachtung der Regulierungsvorschriften..... 58

5.3 Ableitungen von Leitlinien zum Umgang mit dem Dodd-Frank Act..... 68

6. Schlussbetrachtung und kritische Würdigung 70

Literaturverzeichnis..... 73

Internetverzeichnis..... 74

Anhang..... 81

Abkürzungsverzeichnis:

BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAU	Business as Usual
CB	Clearing Broker
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CCP	Central Counterparty (zentrale Gegenpartei)
CRD IV	Capital Requirements Directive IV
DCM	Designated Contract Market (analog MTF)
DCM	Direct Clearing Member
DCO	Derivatives Clearing Organization (analog einer CCP)
DFA	Dodd Frank Act
EBA	European Banking Authority
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMIR	European Markets Infrastructure Regulation
ESMA	European Securities Markets Authority
IM	Initial Margin
KMU	Kleine und Mittelständische Unternehmen
LCH	London Clearing House
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MSP	Major Swap Participant
MTF	Multilateral Trading Facility
OTC	Over the Counter
OTF	Organized Trading Facility
VM	Variation Margin
RTS	Regulatory Technical Standards
SD	Swap Dealer
SDR	Swap Data Repository
SEC	Securities and Exchange Commission (DFA)
SEF	Swap Execution Facility (analog OTF)
TR	Trade Repository (EMIR)

Abbildungsverzeichnis

- Abbildung 1 Darstellung der Volumina je OTC-Produktklasse
- Abbildung 2 Darstellung eines Plain Vanilla Zinsswaps
- Abbildung 3 Auszahlungsprofil (Gewinne/Verluste) einer Call-Option
- Abbildung 4 Das Prinzip einer Call-Option beim Eingehen des Geschäftes
- Abbildung 5 Das Prinzip einer Call-Option bei der Ausübung der Option
- Abbildung 6 Aggregierte Ergebnisdarstellung der Hebelwirkung von Derivaten
- Abbildung 7 EMIR indikativer Zeitplan, hier: Fokus Transaktionsregister
- Abbildung 8 Darstellung bilateraler Geschäftsbeziehungen
- Abbildung 9 Darstellung des zentralen Clearings
- Abbildung 10 Direktes Clearing
- Abbildung 11 Direktes Clearing in der Rolle als Clearing Broker
- Abbildung 12 Client-to-Client Clearing
- Abbildung 13 Die Handlungsfelder der Risikominderungstechniken
- Abbildung 14 Aktueller Stand zum effektiven Beginn der Clearingpflicht
- Abbildung 15: Vereinfachter Risikomanagementprozess der LCH.Clearnet
- Abbildung 16 Übersicht der indirekten Auswirkungen des DFA

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1	OTC versus börsengehandelt: Ein Überblick
Tabelle 2	Übersicht der Kundenklassifizierungen in der EMIR
Tabelle 3	Bestätigungsfristen für FC und NFC+
Tabelle 4	Bestätigungsfristen für NFC
Tabelle 5	Frequenzen zum Portfolioabgleich für FC, NFC+ und NFC
Tabelle 6	Übersicht der betroffenen Produkte: ein Auszug
Tabelle 7	Überblick der Entity-basierten und Transaktions-basierten Pflichten

1. Einleitung

„All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements.“¹ Diese Forderung an die globale Finanzwirtschaft resultiert aus den Geschehnissen der Finanz- und Bankenkrise 2008 und beschreibt die Dringlichkeit den OTC- („Over the counter“) Markt sicherer zu machen und ihn vor allem regulativ zu überwachen. Aufgrund dessen ist der Derivatehandel gegenwärtig tiefgreifenden regulatorischen Veränderungen ausgesetzt. Die Zielsetzungen der Beschlüsse der Staats- und Regierungschefs auf dem Gipfeltreffen der G-20 in Pittsburgh 2009 sollen dabei zur Verbesserung der Transparenz und zur Reduzierung systemischer Risiken beitragen. Auf europäischer Ebene spiegelt sich dies in mehreren Richtlinien und Verordnungen wider. Hierbei zu nennen sind u.a. Basel III mit dem dazugehörigen Umsetzungswerk CRD IV, verschiedene neue Liquiditätskennziffern und nicht zuletzt die European Markets Infrastructure Regulation (EMIR). Parallel zu den europäischen Bestrebungen erarbeiteten die US-amerikanischen Behörden ein Äquivalent zur EMIR, um die Erkenntnisse aus der Finanzkrise umzusetzen. Die Ergebnisse dieser Bemühungen wurden in dem „Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“, kurz Dodd-Frank Act,² festgehalten.

Da bei den G-20 Gipfeln nicht nur Europa und die USA vertreten sind, sondern auch Staatschefs aus weiteren Industrie- und Schwellenländern, wie Brasilien und China, sei angemerkt, dass es in diesen Jurisdiktionen ähnliche Umsetzungsvorschriften gibt, auf die in dieser Arbeit nicht eingegangen wird.

Aus dem obigen Zitat lassen sich die drei wesentlichen Komponenten dieser Initiativen ableiten. Neben der elementaren Clearingpflicht von Derivaten über zentrale Gegenparteien sollen sämtliche zum Lebenszyklus eines Derivats gehörenden Marktoperationen an qualifizierte Transaktionsregister gemeldet werden. Nicht zentral abgewickelte Kontrakte unterliegen erhöhten Besicherungs-

¹ University of Toronto (2009), mittlerer Abschnitt im Hauptframe, (siehe Internetverzeichnis).

² Im Folgenden DFA genannt.

und Eigenkapitalanforderungen. Zwar ist die EMIR-Verordnung seit dem 16. August 2012 politisch in Kraft getreten, doch sowohl die technischen Regulierungsstandards zur inhaltlichen Spezifizierung der Clearingverpflichtung als auch konkrete Besicherungsstandards stehen in Europa noch aus. Auf eine detailliertere zeitliche Abfolge wird im Gliederungspunkt 4.4 genauer eingegangen und ein mögliches Startscenario wird aufgezeigt. Die Gesetzgebung in den USA ist an dieser Stelle schon weiter vorangeschritten. US-Präsident Barack Obama verabschiedete am 21. Juli 2010, mehr als zwei Jahre zuvor, den Dodd-Frank Act, welcher ein Jahr später in Kraft getreten ist. Es sei bereits hier darauf hingewiesen, dass der DFA aus 16 einzelnen Titeln besteht und in dieser Arbeit ausschließlich der zur Regulierung des Derivatemarktes relevante Titel VII betrachtet wird. Es lässt sich allein aufgrund der unterschiedlichen zeitlichen Wirkung bereits erahnen, dass ein Gleichlauf der geforderten Regulierungsinhalte nicht konsequent eingehalten werden konnte.

Die vorliegende Untersuchung vergleicht im Kern die einzelnen Komponenten der beiden Regelwerke für OTC-Derivate in den USA und Europa. Die Analyse betrachtet dabei die Konformität und Umsetzbarkeit der ursprünglichen G-20 Maßnahmen. Inhaltlich lässt sich die Arbeit in zwei große Teilbereiche gliedern. In einem ersten Schritt werden die wesentlichen theoretischen Inhalte der Gesetzeswerke dargelegt und der territoriale und individuelle Anwendungsbereich ausführlich dargestellt. In diesem Zusammenhang werden die neuen Rollen und Verantwortlichkeiten, die sich am Markt etabliert haben, gegenübergestellt. Vorab werden dabei die sachlichen Grundlagen zum Handel bzw. Umgang mit Derivaten gelegt, um ein gemeinsames Verständnis von Beginn der Arbeit an sicherzustellen. Im zweiten Teil der Arbeit liegt der Fokus darauf, die Anforderungsprofile sukzessive zu erarbeiten und darauf aufbauend eine vergleichende Auswirkungsanalyse Europas mit den USA durchzuführen. Besondere Beachtung liegt dabei auf dem Gliederungspunkt 5. Hier sollen einerseits Kriterien zur sachlichen Analyse abgeleitet und andererseits grobe Leitlinien als Handlungsempfehlungen für europäische Marktteilnehmer dargestellt werden. Den Rahmen dieser Arbeit bilden die Einleitung zur Einordnung der Ausgangssituation und die kritische Schlussbetrachtung. In der kritischen Würdigung wird der zu betrachtende Untersuchungsgegenstand der

vergleichenden Analyse, der vorher anhand einer Pro- und Contra Betrachtung diskutiert wurde, auf den Prüfstand gestellt. Die Kernelemente der Analyse werden anschließend nochmals zusammengefasst. Ein kurzer Ausblick zum Umgang mit den offenen Punkten rundet die Arbeit schließlich ab.

Wichtig für die gesamte Arbeit ist festzuhalten, dass aufgrund der hohen Aktualität des Themas nur selten auf Primärquellen zurückgegriffen werden kann. Angesichts der hohen Relevanz der Untersuchung fließen daher auch Erfahrungen und Beobachtungen des Verfassers aus verantwortlicher Projektarbeit im Themenumfeld in die Ergebnisfindung mit ein.

2. Sachlicher Anwendungsbereich

Im folgenden Abschnitt werden zunächst die definitorischen Grundlagen geschaffen, so dass im weiteren Verlauf der Arbeit eine einheitliche Verwendung der Begriffe sichergestellt ist. Hintergrund dieser Vorgehensweise ist, dass im beruflichen Alltag häufig Begriffe synonym verwendet werden, deren Inhalte nicht 1:1 auf die Arbeit anwendbar sind. Um zunächst ein Grundverständnis für den Zweck von Derivaten abzuleiten, wird danach ein weitgefasster Derivatebegriff definiert. Weiterhin werden die Begriffe „Geregelter Markt“ und „multilaterale Handelssysteme“ erläutert und voneinander abgegrenzt.

2.1 Begriffsdefinitionen

Um zunächst ein Grundverständnis für den Nutzen von Derivaten abzuleiten, wird folgend kurz der Derivatebegriff definiert. In der Literatur finden sich dazu diverse Ansätze. Gleichlautend besagen jedoch alle, dass es sich bei Derivaten um in der Zukunft zu erfüllende Kontrakte handelt, denen ein bestimmter Basiswert (Underlying) zugrunde liegt und sich der Wert dieses Derivats an der Entwicklung des unmittelbaren Referenzwertes orientiert.³ Derivate lassen sich dem Grunde nach in zwei wesentliche Kategorien unterteilen: Börsengehandelte Derivate und

³ Vgl. Schmidt (2006), S. 1.

außerbörslich gehandelte Derivate.⁴

Wie sich schon am Namen ablesen lässt, handelt es sich bei börsengehandelten Derivaten um Instrumente, die auf bereits regulierten Handelsplätzen zwischen mindestens zwei Handelspartnern kontrahiert werden. Was dies im Speziellen bedeutet, wird im Laufe dieses Absatzes erläutert.

Im Gegensatz dazu stehen Derivate, die außerhalb einer regulierten Börse gehandelt werden. Bei diesen Transaktionen fällt im Bereich des Derivatehandels häufig der Begriff OTC-Derivate, um die es in dieser Untersuchung ausschließlich gehen wird. Vereinfacht gesagt werden bilaterale Geschäfte zwischen den Geschäftspartnern direkt und individuell abgeschlossen. Konsequenz dieser barrierefreien Möglichkeiten der Marktteilnehmer sind eine erhöhte Intransparenz und ein direktes Ausfallrisiko bei den involvierten Kontrahenten.⁵

Da es in der Finanzbranche häufig keine Legaldefinition des Begriffes „**OTC-Derivatekontrakt**“ gibt bzw. die Interpretationsspielräume zu weit gefasst sind, ist aus regulatorischer Sicht eine inhaltliche Konkretisierung notwendig. Zu diesem Zweck hat die Europäische Kommission in der EMIR Verordnung 648/2012 vom 4. Juli 2012 folgende Formulierung erlassen:

„OTC-Derivate“ oder „OTC-Derivatekontrakte“ sind Derivatekontrakte, deren Ausführung nicht auf einem geregelten Markt im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 14 der Richtlinie 2004/39/EG oder auf einem Markt in Drittstaaten, der ... als einem geregelten Markt gleichwertig gesehen wird, erfolgt.“⁶ Auf Basis dieser kurzen Darstellung kann abgeleitet werden, dass ein OTC-Derivat alle außerbörslich gehandelten Derivate-Transaktionen umfasst. Somit wird diese Form der Abwicklung bisher nicht in den Rahmen der Aufsichtsbehörden eingeordnet, da diese Geschäfte durch ihren bilateralen Charakter in der Vergangenheit nicht regulierbar waren. Speziell hier setzen die neuen internationalen Verordnungen zur Steigerung der Transparenz beim außerbörslichen Handel von Derivaten an.

Werden außerbörslich gehandelte Transaktionen zwischen den Parteien **ohne** Verwendung einer Plattform direkt abgeschlossen, so werden im Gegensatz dazu

⁴ Vgl. Rieger (2009), S. 20 ff.

⁵ Vgl. ebenda.

⁶ Art. 2 Abs. 7, Verordnung 648/2012.

regulierte Derivate über eine „Organized Trading Facility“, kurz OTF, ausgeführt. Dazu zählen im Wesentlichen Produkte, die über eine Börse⁷ und/ oder über etablierte Handelsplattformen⁸ prozessual abgewickelt werden. Da bei dieser Vorgehensweise eine Evidenz darüber herrscht, wer mit wem welches Geschäft und in welcher Höhe verhandelt, spricht man von einem **geregeltten Markt**. Heutzutage ist der Begriff regulierter Markt verbreiteter, was wesentlich durch weitere Direktiven geprägt wurde. Hier zu nennen ist die Richtlinie zur Harmonisierung der Märkte bei Finanzinstrumenten MiFID. Auf diese Richtlinie wird im Folgenden nicht weiter eingegangen und für weitergehende Informationen wird auf die Internetseite der Europäischen Kommission verwiesen.⁹

Um die verschiedenen Formen eines potentiellen Handelsplatzes weiter zu konkretisieren, unterscheidet der Derivatemarkt zwischen einem geregelten Markt und einem multilateralen Handelssystem.¹⁰ Da beide Begriffe in vielen Unternehmen häufig unter dem Oberbegriff „Handelsplatz“ synonym verwendet werden, bedarf es einer Abgrenzung. In der EMIR gibt es dazu folgende Aussage: Ein Handelsplatz ist „ein System, das von einer Wertpapierfirma oder einem Marktbetreiber..., ausgenommen systematische Internalisierer ..., betrieben wird, in dem die Interessen am Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten so zusammengeführt werden, dass sie in Geschäfte ... münden;“¹¹ Jeder EU-Staat, der am Kapitalmarkt tätig ist, muss eine aktuelle Übersicht zur Verfügung stellen, in der alle vom Staat autorisierten geregelten Märkte aufgelistet sind. In Deutschland sind dies u.a. die Baden-Württembergische Wertpapierbörse und die Börse Berlin, die durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert werden.¹² Somit ist eine wesentliche Zulassungsbedingung für ein OTF eine behördliche Genehmigung, verbunden mit Überwachungs- und Transparenzpflichten, wie beispielsweise regelmäßiger Berichterstattung und Offenlegungsanforderungen der abgewickelten Finanzinstrumente. Wie bereits beschrieben, fallen demnach sowohl geregelte Märkte als auch MTF's unter diese Regelung. Im Folgenden wird auf die unterschiedliche Handhabung der beiden Begriffe in der beruflichen Praxis eingegangen. Dazu ist es notwendig,

⁷ z.B. die EUREX- Börse in Deutschland

⁸ z.B. Bloomberg oder Reuters

⁹ siehe hierzu: Europäische Kommission: http://ec.europa.eu/index_de.htm unter dem Stichwort „MiFID II“.

¹⁰ Im Folgenden werden sie MTF („multilateral trading facility“) genannt.

¹¹ Art. 2 Nr. 4, Verordnung 648/2012.

¹² Vgl. ESMA (2014 a), MiFID Database, Übersicht geregelter Märkte, (siehe Internetverzeichnis).

multilaterale Systeme zu spezifizieren. In der EMIR-Verordnung gibt es hierzu keinen Verweis und auch die Literatur verwendet unterschiedliche Ansätze. Daher wird hier eine eigene Definition verwendet und mit dieser gleichzeitig eine Abgrenzung zum geregelten Markt vorgenommen. Als Basis dient die Definition aus dem Springer Gabler Wirtschaftslexikon und die berufliche Praxis. Hier heißt es: „Ein MTF ist eine börsenähnliche Handelsplattform, die nach festgelegten Regeln Kauf- und Verkaufsaufträge in Aktien und anderen Finanzinstrumenten zusammenführt und so einen Vertragsschluss generiert.“¹³ Somit handelt es sich im Wesentlichen um Dienstleistungsfirmen und Marktbetreiber, die ein vielseitiges System (häufig internetbasiert) anbieten, um die Interessen der Akteure diskretionär zusammenzuführen. Ob ein System als MTF angesehen wird, entscheidet die nationale Aufsicht der jeweiligen Jurisdiktion eigenverantwortlich und publiziert die qualifizierten Plattformen auf der Seite der Europäischen Wertpapieraufsicht ESMA.¹⁴ Im Gegensatz zum geregelten Markt haben die Anbieter jedoch keine Folgepflichten zu erfüllen, wie z.B. Publizitätspflichten und Offenlegung kontrahierter Geschäfte. Somit muss ein MTF nicht zwangsläufig von Börsen betrieben werden, sondern kann vielmehr als ein Zusammenschluss unabhängiger Anbieter verstanden werden. Als Folge dieses Zusammenschlusses treten MTF's mit den Börsen in Konkurrenz und können günstigere Preise bei den Transaktionskosten offerieren. Um als Börse weiterhin kompetitiv zu bleiben, bieten Börsenbetreiber MTF's als Freiverkehr-Dienstleistung an und schließen somit sukzessive die Lücke zwischen „reiner“ Börse und technischer Plattform. Aus der beruflichen Praxis kann die Tendenz, dass Geschäfte über ein alternatives Netzwerk abgeschlossen werden, bestätigt werden, da die damit einhergehende Flexibilität dem hohen Standardisierungsgrad entgegenwirkt. Die Vielseitigkeit zeigt sich auch darin, dass nicht nur der Abschluss eines Geschäftes möglich ist, sondern auch eine gleichzeitige Positionsführung erfolgt (Schnittstelle zum internen Positionführungssystem) und die klassische Geschäftsbestätigung erstellt wird, was einen weiteren Vorteil gegenüber Börsen darstellt.

¹³ Springer Gabler Wirtschaftslexikon (2014 a): Stichwort: MTF, 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

¹⁴ Vgl. ESMA (2014 b), MiFID Database, Übersicht multilateraler Handelsplattformen, (siehe Internetverzeichnis).

2.2 Vergleich außerbörslich zu börsengehandelten Derivaten

Nachdem die wesentlichen Unterschiede zwischen OTC- und börsengehandelten Derivaten aufgezeigt wurden, erfolgt nun eine detailliertere Darstellung, verbunden mit einer kurzen Analyse der Marktpräsenz beider Varianten.

Die folgende Übersicht stellt die inhaltliche Abgrenzung der beiden Ausprägungen knapp gegenüber. Aus dieser Aufstellung können bereits jetzt Implikationen für eine stärkere Regulierung des OTC-Handels im Zuge einer kompletten Neustrukturierung abgeleitet werden.

	Over the Counter	Börsengehandelt
Regulierung	keine Regulierung durch eine Aufsichtsbehörde vorhanden; kaum Standardisierung durch großes Produktspektrum;	Börsen werden durch Aufsicht reguliert und fungieren als Clearing-Stellen; Roles and Responsibilities schaffen einheitliche Regulierung;
Sicherheitenstellung	bilaterale Verhandlung; Ausgleich täglicher Wertveränderungen durch Variation Margin (VM);	verschiedene Margin-Anteile (Initial Margin (IM), Variation Margin (VM) und Börsengebühren);
Kontrahenten	Banken, Versicherungen, Industrieunternehmen;	globale Börsen, zentrale Gegenparteien;
Marktanteil	über 90% Marktanteil, (vgl. Punkt 2.2);	unter 10% Marktanteil (vgl. Punkt 2.2);
Plattformen	bilateral abgeschlossene Kontrakte mit dem Kontrahenten via Telefon oder Infodienste;	elektronische Handelsplattformen; Handelsräume der einzelnen Börsen;
Kosten	Transaktionskosten, interne Kosten;	Transaktionskosten, Börsengebühren, interne Kosten;

Tabelle 1: OTC versus börsengehandelt: Ein Überblick

Quelle: Eigene Darstellung.

Um ein Gefühl dafür zu bekommen, wie das Verhältnis OTC versus börsengehandelt ist, wird der Handel dieser derivativen Finanzinstrumente im Folgenden kurz dargestellt.

Das OTC-Derivate-Volumen hat in den vergangenen Jahren stark zugenommen. Aufgrund der etablierten Marktinfrastruktur ist der Anteil OTC gehandelter

Derivate von 633 Billionen US-Dollar Ende des Jahres 2012 auf 710 Billionen US-Dollar Ende 2013 angestiegen.¹⁵ Hingegen stieg der Anteil börsengehandelter Derivate nur leicht von circa 24 Milliarden US-Dollar im Jahr 2012 auf circa 26 Milliarden US-Dollar zum Ende des Jahres 2013.¹⁶ Aus diesen Zahlen ist deutlich zu erkennen, dass börsengehandelte Derivate mit weit unter 10% den wesentlich geringeren Anteil am gesamten Derivatemarkt ausmachen (siehe Tabelle 1).

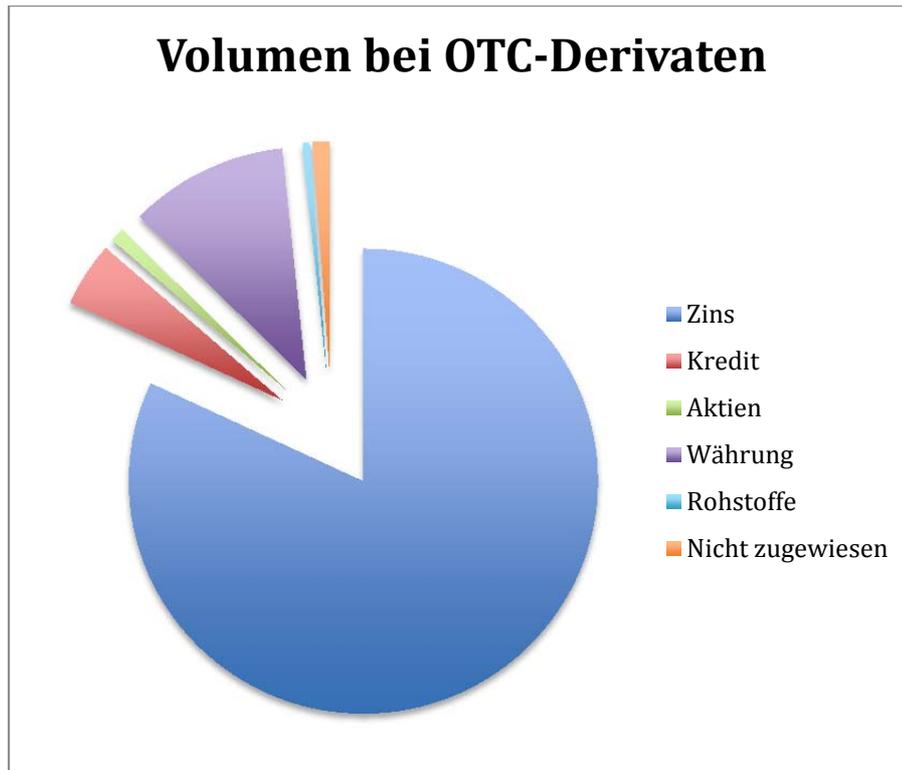


Abbildung 1: Darstellung der Volumina je OTC-Produktklasse

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Bank for International Settlements (2013), Statistical Release by end-December 2013, (siehe Internetverzeichnis).

Als Datengrundlage für die Abbildung 1 wurde das Jahr 2013 als Referenz genommen.¹⁷ Die Abbildung zeigt den ausstehenden Anteil des Nominalvolumens in absoluten Werten des Underlyings des weltweiten Marktes für OTC-Derivate. An dieser Stelle wird erkennbar, um welche Assetklassen es sich primär handelt. Es ist deutlich sichtbar, dass innerhalb der OTC-Derivate die Zinsderivate den

¹⁵ Vgl. Bank for International Settlements (2014 a), OTC derivatives market activity in the second half of 2013, 1. Abschnitt im Hauptframe, (siehe Internetverzeichnis).

¹⁶ Vgl. Bank for International Settlements (2014 b), Derivative financial instruments traded on organised exchanges, 1. Abschnitt im Hauptframe, (siehe Internetverzeichnis).

¹⁷ Vgl. Bank for International Settlements (2013), Statistical Release by end-December 2013, letzter Abschnitt im Hauptframe, (siehe Internetverzeichnis).

größten Anteil einnehmen. Mit mehr als dreiviertel des gesamten Handelsvolumens decken zinsinduzierte Derivate einen Großteil des gesamten Marktes ab und sind somit integraler Bestandteil des Risikomanagements von Unternehmen.

Zum besseren Verständnis, wie ein Derivat funktioniert, wird nun das am Markt dominierende Derivat, das Zinsderivat, dargestellt. Gleichzeitig werden die Eigenschaften des Swap-Marktes genauer betrachtet und die Funktionsweise der einfachsten Ausprägungen von Derivaten, Plain Vanilla Swaps, dargestellt. Durch diese Instrumente werden auch die verschiedenen Strukturierungs- und Komplexitätsmöglichkeiten von Derivaten veranschaulicht.

Mit einem Zinsswap können verschiedene Zahlungsströme zwischen den Vertragspartnern (z.B. Kunde, Bank) getauscht werden. Sie werden daher häufig auch als Zinstauschschäfte bezeichnet. Häufig wird ein fester, d.h. bereits im Vorfeld fixierter Prozentsatz eines Nominalbetrages, gegen einen variablen, von einem Indexwert abhängigen Zinssatz getauscht.

Die Grundlage der Zinszahlungen bildet jeweils der Nominalbetrag des Swaps, der jedoch nicht ausgetauscht wird. Neben dem am häufigsten vorkommenden Tausch von fester gegen variable Zinszahlungsverpflichtung, besteht z.B. auch die Möglichkeit, die variable Seite gegen eine andere variable Seite zu tauschen.

Die Parteien, die an dem Geschäft beteiligt sind, werden als Counterparties bezeichnet.

Bei Abschluss werden:

- a. der Festsatz (Swapsatz),
- b. die Laufzeit des Swaps,
- c. der Nominalbetrag, auf den sich die Zinszahlungen beziehen
- d. der Referenzzins (z.B. 3-Monats-Euribor) sowie die
- e. Zahlungsmodalitäten festgelegt.¹⁸

Mit dem Abschluss eines Zinsswaps ist es möglich, sich für die gesamte Laufzeit einen Festzinssatz (Swapsatz) zu sichern.

Vereinfachte Darstellung eines Plain Vanilla Zinsswap (fest gegen variabel):

¹⁸ Vgl. Rieger (2009), S. 47 ff.

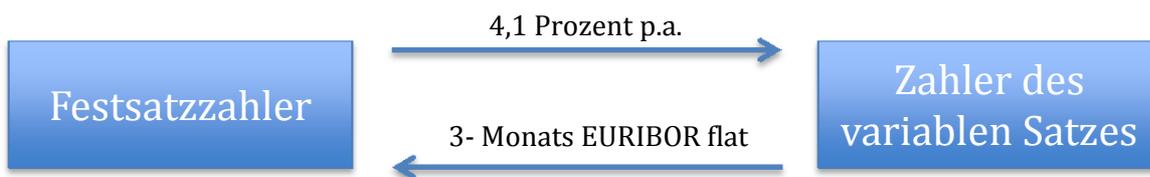


Abbildung 2: Darstellung eines Plain Vanilla Zinsswaps

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Hull (2011), S. 157 ff.

Devisenderivate sind Swaps, bei denen zwei Währungen von Vertragspartnern gegeneinander und zu einem späteren Zeitpunkt, also auf Termin, wieder zurück getauscht werden.¹⁹ Sie machen, wie in Abbildung 1 zu sehen ist, den zweitgrößten Anteil am Markt aus. Devisenderivate werden häufig von Unternehmen genutzt, wenn sich der Bedarfszeitpunkt von dem Verfügungszeitpunkt bei Geldeingängen in verschiedenen Währungen unterscheidet. Ein Unternehmen erwartet beispielsweise einen Geldeingang von Schweizer Franken in einem Monat, hat aber bereits heute Bedarf an Schweizer Franken. Somit ist ein Devisenderivat ein zusätzliches Instrument in der Liquiditätssteuerung von Unternehmen.

2.3 Gründe für eine stärkere Regulierung

Um den Regulierungsbedarf besser verstehen zu können, werden zunächst die prinzipiellen Motive des Derivatehandels mit den damit einhergehenden Chancen und Risiken dargestellt. In den vorherigen Ausführungen wurde bereits veranschaulicht, dass Derivate ein wesentlicher Bestandteil der Risikosteuerung und Liquiditätsplanung von Unternehmen sind. Zum einen als Absicherungsinstrument (Hedge), um Risiken getrennt vom Underlying zu handeln und das Marktpreisrisiko auf andere Kontrahenten überwälzen zu können.²⁰ Zum anderen bieten Derivatetransaktionen die Möglichkeit, an der Preisentwicklung des Basiswertes direkt zu partizipieren und somit einen zusätzlichen Ertrag (Prämien und Kursgewinne) erwirtschaften zu können. Dieses Motiv ist als Spekulation auf steigende oder fallende Preise bekannt und steht im

¹⁹ Vgl. Schmidt (2014), S. 174 ff.

²⁰ Vgl. Hull (2009), S. 33 f. und Rieger (2009), S. 112 ff.

besonderen Fokus der Regulierung.²¹

Das Ausnutzen von Preisdifferenzen (Arbitrage) an verschiedenen Marktplätzen wird hier nicht tiefer betrachtet. An dieser Stelle sei zur weiterführenden Literatur auf das Werk von John Hull „Optionen, Futures und andere Derivate“ verwiesen. Aufgrund der zahlreichen unterschiedlichen Formen und Funktionsweisen von Derivaten ist grundsätzlich zu berücksichtigen, dass Derivatetransaktionen sowohl ein hohes Gewinn- als auch Verlustpotential des eingesetzten Kapitals besitzen. Dies hat einerseits mit volatilen Preisstrukturen und beschränkten Laufzeiten zu tun, andererseits resultiert dieser Effekt aus der Hebelwirkung von Derivaten. Durch eben diese Hebelwirkung ergibt sich die Möglichkeit mit verhältnismäßig geringem Kapitaleinsatz, eine höhere Rendite zu erzielen, als bei einer Direktinvestition in das Underlying möglich gewesen wäre. Dieser Hebeleffekt, auch Leverage-Effekt genannt, wird als die im Vergleich zum Basiswert entstandene wertmäßige Veränderung der Derivate bezeichnet und kann als eine Kennzahl charakterisiert werden, die das Verhältnis des Kurses zum Basiswert und des Derivatekurses darstellt.²² Der Hebel ist somit eine theoretische Größe dafür, in welchem Umfang der Käufer oder Verkäufer an der Wertentwicklung partizipieren kann. Durch das beschriebene hohe Gewinn- und Verlustpotential kann diese Partizipation sowohl negativ als auch positiv sein.

Um die teils enorme Hebelwirkung bei Wertveränderungen zu veranschaulichen, wird in diesem Abschnitt ein vereinfachtes Beispiel gerechnet: Ausgangspunkte für die fiktive Simulation sind zum einen der Kauf einer Option als eine spezielle Form von Derivat, und zum anderen ein Direktinvestment in eine beliebige Aktie, beispielsweise der Volkswagen AG aus dem DAX. An dieser Stelle wird auf die unterschiedlichen Ausübungsstrategien von Optionen verzichtet und exemplarisch das Prinzip einer europäischen **Call-Option**, auch Kauf-Option genannt, dargestellt. Der Inhaber einer Call-Option hat das **Recht**, eine bestimmte Menge des zugrundeliegenden Gutes (Underlying) an einem Termin in der Zukunft (Verfalltag) zu einem bei Vertragsschluss festgelegten Preis (Basispreis, Strike) zu kaufen (Ausübung). Der Kaufpreis einer Option wird als **Prämie** bezeichnet und muss vom Käufer der Option an den Verkäufer der Option bezahlt werden. Der Käufer einer Call-Option ist der **Optionsinhaber** (die

²¹ Vgl. Hull (2009), S. 35 f.

²² Vgl. Grill/ Perczynski (2000), S. 229 und 297.

Position wird als **“long Call”** bezeichnet). Der Verkäufer einer Call-Option ist der **Stillhalter** (die Position wird als **“short Call”** bezeichnet).²³

Der Käufer wird eine Call-Option daher nur ausüben, also das Underlying über die Option erwerben, wenn es für ihn wirtschaftlich vorteilhaft ist. Dies ist erst der Fall, wenn

Aktueller Kurs des Underlyings > Strike

ist.²⁴ Übersteigt der Kurs den Strike macht eine Ausübung Sinn, da der Optionsinhaber das Underlying über die Börse teurer erwerben müsste.

Das typische Auszahlungsprofil einer Kauf-Option bei Fälligkeit stellt sich folgendermaßen dar:

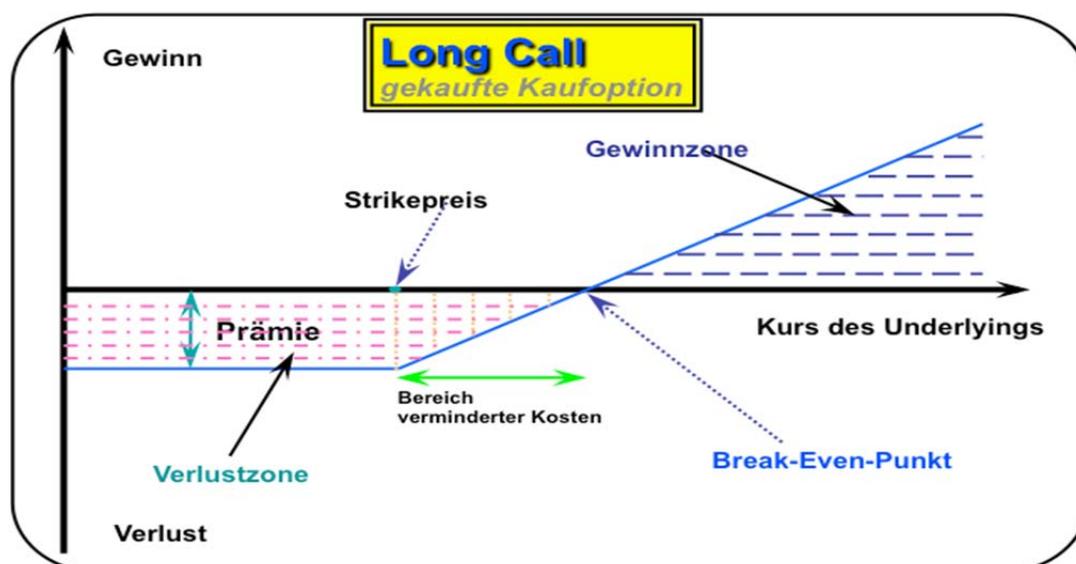


Abbildung 3: Auszahlungsprofil (Gewinne/Verluste) einer Call-Option

Quelle: Eigene, erweiterte Darstellung, in Anlehnung an Hull (2011), S. 205 ff.

Es ist zu erkennen, dass der potentielle Verlust auf die Höhe der Optionsprämie begrenzt ist und eine Partizipation in die Gewinnzone bei steigendem Kurs des Basiswertes erfolgt und nach oben nicht begrenzt ist. Eine Option auf eine Aktie hat beispielsweise einen **Strikepreis** von 100€, der **aktuelle Kurs** des Underlyings liegt jedoch bei 110€. Ein **Erwerb** des Underlyings **über die Option** ist in dieser Marktkonstellation **sinnvoll**, da dies **nur 100€** kostet, über die **Börse** aber **110€** kosten würde. Anderenfalls würde der Käufer die Option wertlos

²³ Vgl. Grill/ Perczynski (2000), S. 196-198.

²⁴ Vgl. Schmidt (2014), S. 194-196.

verfallen lassen und hätte einen Verlust in Höhe der Optionsprämie.

Vereinfacht sieht diese Zahlungsströme beim **Eingehen** der Position grafisch wie folgt aus:

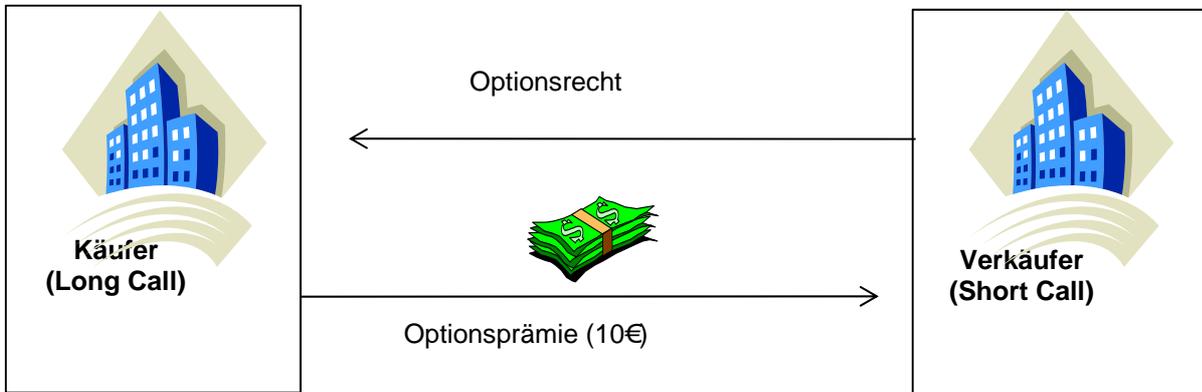


Abbildung 4: Das Prinzip einer Call-Option beim Eingehen des Geschäftes

Quelle: Eigene Darstellung.

Hingegen ergibt sich bei der **Ausübung (Strike)** der Option folgendes Bild:

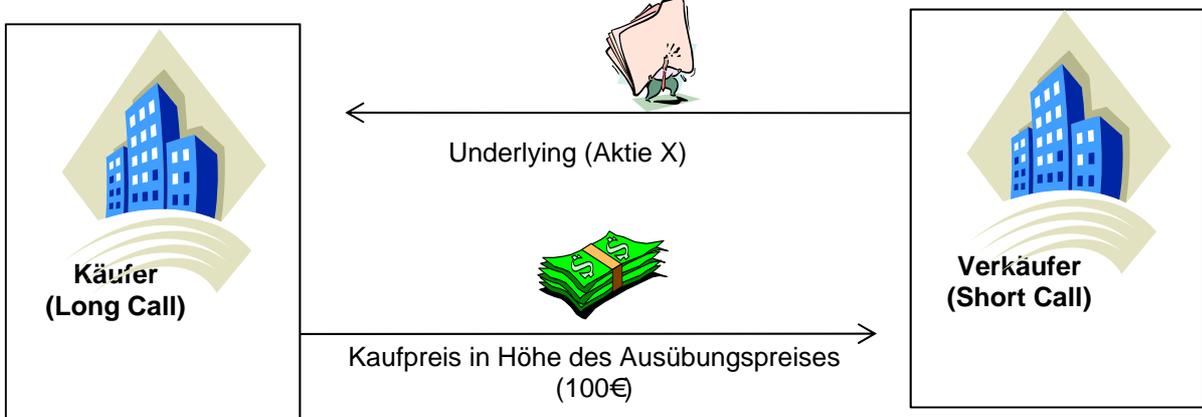


Abbildung 5: Das Prinzip einer Call-Option bei der Ausübung der Option

Quelle: Eigene Darstellung.

Nachdem die Grundlagen zum Aufbau einer Option dargestellt wurden, erfolgt nun die Gegenüberstellung der oben beschriebenen Spekulationsvarianten. Dazu werden auf Basis von realitätsnahen Schätzwerten die jeweiligen Entwicklungen der Transaktionen in einem handelsüblichen und definierten Zeitraum ausgewertet und direkt miteinander verglichen.

Call-Option		Aktie	
Strike	100,00 €	Aktienkurs	100,00 €
Laufzeit (Monate)	2		
Ausübungsart	Europäisch		
Kaufpreis	6,74 €		
<u>Entwicklung des Calls</u>		<u>Entwicklung der Aktien</u>	
<i>Nach 3 Wochen</i>			
Szenario 1: Aktie steigt deutlich (um 12,0%)			
Optionspreis	13,77 €	Aktienkurs	112,00 €
Gewinn/Verlust	7,03 €	Gewinn/Verlust	12,00 €
in %	104%	in %	12%
Hebel		8,69	
Szenario 2: Aktie steigt moderat (um 4,0%)			
Optionspreis	7,80 €	Aktienkurs	104,00 €
Gewinn/Verlust	1,06 €	Gewinn/Verlust	4,00 €
in %	16%	in %	4%
Hebel		3,93	
Szenario 3: Aktie fällt deutlich (um -5,0%)			
Optionspreis	3,12 €	Aktienkurs	95,00 €
Gewinn/Verlust	-3,62 €	Gewinn/Verlust	-5,00 €
in %	-54%	in %	-5%
Hebel		10,74	
Szenario 4: Aktie fällt massiv (um -15,0%)			
Optionspreis	0,67 €	Aktienkurs	85,00 €
Gewinn/Verlust	-6,07 €	Gewinn/Verlust	-15,00 €
in %	-90%	in %	-15%
Hebel		6,00	

Abbildung 6: Aggregierte Ergebnisdarstellung der Hebelwirkung von Derivaten

Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung auf Basis von realitätsnahen Schätzwerten.

Bei diesem Beispiel werden vier unterschiedliche Szenarien dargestellt und der Effekt der Hebelwirkung hervorgehoben. Es werden die Wertveränderungen während der Laufzeit geschätzt und daraus aufgezeigt, welche Schwankungsintensität und Auswirkung der Hebel haben kann. Es wurde dabei angenommen, dass die Aktie

- deutlich steigt,
- steigt,
- fällt und
- massiv fällt.

In der Abbildung 6 ist klar zu erkennen, dass bei deutlichem Anstieg des Aktienkurses auch der Hebel der Option am größten ist. Dies hängt mit dem

Verhältnis des geringen Kapitaleinsatzes für die Optionsprämie (6,74€) und dem starken Anstieg der Aktie zusammen. Der relative Gewinn des Calls ist im Vergleich zu 12% bei der Aktie deutlich höher. Der Hebel errechnet sich mathematisch aus dem Quotienten des relativen Gewinns des Calls und des Gewinns der Aktie (In Szenario 1 ist das 104% zu 12% = Hebel von 8,9 fach). Steigt der Kurs der Aktie weniger stark an, so ist auch der Hebeleffekt geringer. Dieses Phänomen ist vice versa auch bei fallenden Kursen zu beobachten. Der negative Hebel, der das Verlustpotential charakterisiert, wird bei massiv fallenden Kursen geringer als bei marktüblichen Schwankungen, die innerhalb eines Tags auftreten können.

Neben dem Marktpreisrisiko gehört das Adressenausfallrisiko zu den Risiken, welches im bilateralen Derivatehandel sehr präsent ist, und zusätzlich als Ansatzpunkt für den Regulierungsbedarf aufgeführt wird. Speziell in dem Ausfall von Kontrahenten zeigte sich das Problem der Marktinstabilität und wurde infolgedessen teils auch Auslöser der Finanzkrise. Es wurde deutlich, wie stark die Marktteilnehmer des OTC-Marktes miteinander verflochten sind und dass die entstandenen Swap-Ketten nicht mehr beherrschbar waren. Die fehlende Transparenz über Einzelgeschäfte erschwerte zusätzlich die erprobte Abwicklung der Kontrakte. Speziell dieses Marktversagen wird im Zuge der regulatorischen Verordnungen Dodd-Frank Act und EMIR stärker fokussiert und reguliert.

Der bilaterale Derivatemarkt entspricht in großen Teilen nicht dem volkswirtschaftlichen Modell der vollständigen Konkurrenz. Der vollkommene Markt zeichnet sich dabei durch rationales Verhalten aller Marktteilnehmer, keine Transaktionskosten und vollkommene Markttransparenz aus.²⁵ Der Derivatemarkt ist vielmehr durch seine internationalen Verflechtungen, seine heterogenen Informationsstrukturen und eine asymmetrische Informationsverteilungen gekennzeichnet.

²⁵ Vgl. Springer Gabler Wirtschaftslexikon (2014 b): Stichwort: vollkommene Konkurrenz, 1. Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

Darüber hinaus stehen die opportunistischen Verhaltensweisen der Kontrahenten im Vordergrund der Geschäftsbeziehungen. Dies zeigt sich besonders anhand der divergierenden Zielvorstellungen der beteiligten Vertragspartner. Die Folge dieser Informationsasymmetrien sind Verhaltensunsicherheiten (Qualitätsunsicherheiten, Hidden Information und Moral Hazard) am Markt.²⁶ Auf Basis dieser Merkmale lässt sich das finanztheoretische Modell des „Prinzipal-Agent-Ansatzes“ ableiten. Die einzelnen Inhalte dieser Theorie werden nicht näher beschrieben und zur weiterführenden Literatur auf das Werk von Nicole J. Saam mit dem Titel „Prinzipale, Agenten und Macht“ verwiesen. Für diese Arbeit sind jedoch ausgewählte Aspekte des Prinzipal-Agent-Ansatzes von Relevanz, die einen direkten Bezug zum Inhalt der Arbeit haben und die auch im Analyseteil der Arbeit nochmals aufgegriffen werden. Hieraus kann ein zusätzlicher Regulierungsansatz identifiziert werden, der an einer speziellen Ausprägung von Marktversagen ansetzt.

3. Anwendungsbereich der European Markets Infrastructure Regulation

3.1 EMIR- Entwicklung und Stand im Sommer 2014

Bevor auf den inhaltlichen Rahmen der EMIR eingegangen wird, wird ein kurzer historischer Abriss der Entwicklung unter Einbeziehung der wesentlichen beteiligten Autoritäten gegeben. Es ist notwendig auf die Klassifizierungsunterschiede einzugehen, da je nach Einstufung unterschiedliche Pflichten zu erfüllen sind. Nachdem der finale Text der Verordnung am 27.07.2012 im offiziellen Amtsblatt der EU veröffentlicht wurde, trat die EMIR-Regulation unmittelbar am 16.08.2012 in allen EU-Mitgliedsstaaten gesetzlich in Kraft. An dieser Stelle wird deutlich, dass dieses Vorgehen einen starken politischen Hintergrund hatte. Dies zeigt sich besonders daran, dass die Spezifikationen und die einzelnen Ausführungsbestimmungen zu dieser Zeit noch ausstanden. Bereits parallel zum Gesetzgebungsprozess wurden die EU-Finanzaufsichtsbehörden mit der Anfertigung zweier Dokumente zur Erarbeitung der regulatorischen Standards²⁷ beauftragt. Die beteiligten Behörden waren die ESMA, die EBA und die EIOPA. Bei der ESMA handelt es sich um die European

²⁶ Vgl. Saam (2002), S. 28-31.

²⁷ Diese werden auch RTS (Regulatory Technical Standards) genannt.

Securities and Markets Authority. Sie ist im Wesentlichen für die Wertpapier- und Börsenaufsicht verantwortlich. Die European Banking Authority (EBA) ist eine eingerichtete Bankaufsichtsbehörde, die sich primär um ein funktionsfähiges, stabiles und integriertes europäisches Finanzsystem sorgt. Für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung ist die European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) ernannt worden.

Fristgerecht zum 30.09.2012 konnte die ESMA ihre Regulatory Technical Standards (RTS) der Europäischen Kommission vorlegen, welche diese wiederum ohne wesentliche Änderungen zum 19.12.2012 genehmigt hat. Auch die notwendigen Genehmigungen der beiden fehlenden EU-Trilog-Parteien, des EU-Rates und des EU-Parlaments, lagen vor. Diese technischen Standards, als Ergänzung der Grundverordnung Nr. 648/2012, wurden offiziell unter der Nummer 149/2013 am 23.02.2013 im Amtsblatt der EU veröffentlicht. Der Artikel 21 der RTS regelt dabei das Inkrafttreten und den Geltungsbeginn. „Diese Verordnung tritt am zwanzigsten Tag nach ihrer Veröffentlichung im Amtsblatt der EU in Kraft.“ Somit konnten die ESMA RTS zum 15.03.2013 als umsetzungspflichtig angesehen werden. Dieses Datum stellt einen wesentlichen Stichtag dar. Zu diesem Tag wurden neben dem Clearing und der Meldepflicht von Derivaten ein Teil der Risikominderungstechniken als eine Anforderung der EMIR genauer spezifiziert. Zu diesen Risikominderungstechniken gehören zunächst die tägliche Bewertung und die rechtzeitige Bestätigung von Geschäften.²⁸ Die Artikel 13, 14 und 15 der Standards wurden aufgrund der hohen Komplexität bei der Umsetzung erst sechs Monate später wirksam. Die Portfolio-Reconciliation, die Portfolio-Compression und die Streitbeilegungsverfahren sind somit zum 15.09.2013 verpflichtend geworden.

Der Beginn der Meldepflicht hing im Wesentlichen von dem Registrierungszeitpunkt erster sich zu qualifizierender Transaktionsregister ab. Die Grundvoraussetzung dafür war, dass die finale Bestätigung zum Beginn der effektiven Meldeverpflichtung durch die ESMA publiziert wurde.

²⁸ Vgl. Art. 12 und 17, Delegierte Verordnung 149/2013.

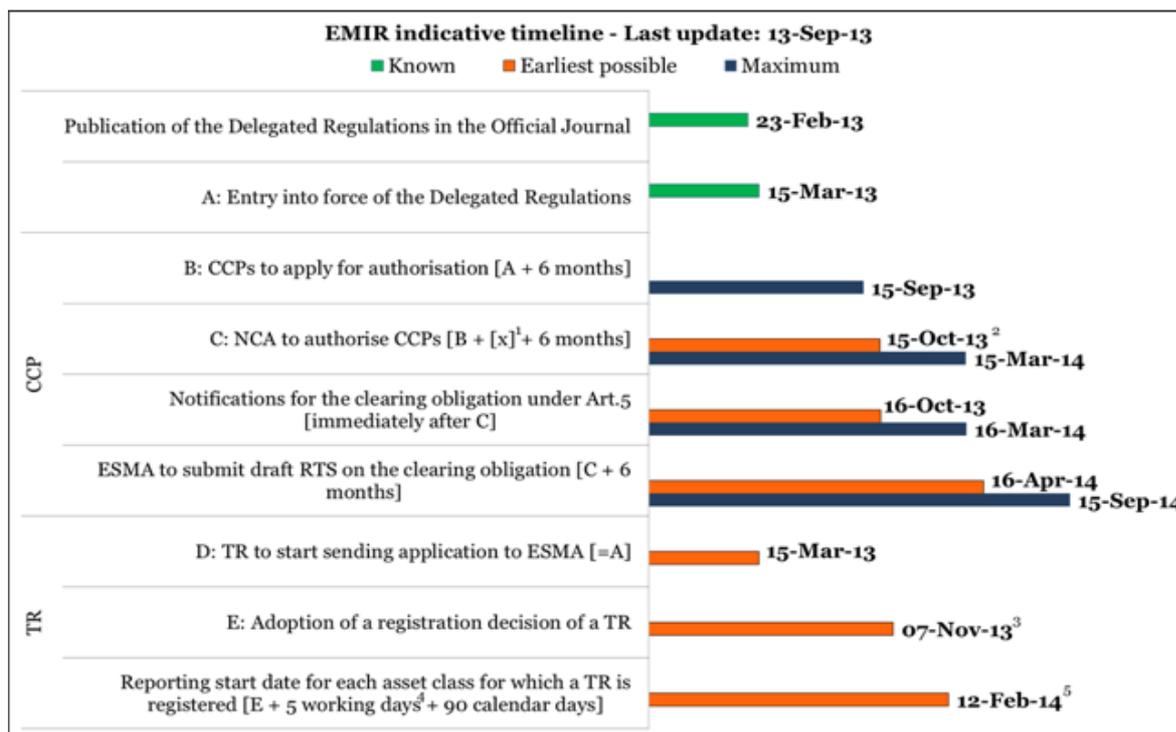


Abbildung 7: EMIR indikativer Zeitplan, hier: Fokus Transaktionsregister

Quelle: Vgl. ESMA (2014 c), Post-trading/Clearing and Reporting, (siehe Internetverzeichnis).

In der Abbildung 7 ist ersichtlich, dass der 15. März 2013 der offizielle Start der Bewerbung für die Transaktionsregister war. Aus Marktkreisen war zu erfahren, dass sich im Sommer 2014 noch nicht alle Register offiziell beworben haben. Eine Auswahl qualifizierter Melderegister, die für den europäischen Raum relevant sind, wird unter Gliederungspunkt 4.4 dargestellt. Aufgrund des bis dato geringen Gehalts²⁹ und noch fehlender Bewerber nahm die ESMA an, dass eine Entscheidung zur Annahme als qualifiziertes Register nicht vor dem 07. November 2013 möglich war. Ab diesem Zeitpunkt ist die Meldung 90 Tage nach finaler Registrierung für die Marktteilnehmer durchzuführen.³⁰ Mit einer fünf-tägigen Übergangsfrist ergab sich somit der 12. Februar 2014 als verpflichtendes Startdatum. Eine Liste der für den europäischen Raum im Sommer 2014 registrierten Transaktionsregister ist der Arbeit als Anlage 1 beigefügt.

Hinsichtlich des letzten zu regelnden Punktes, der zentralen Clearingpflicht, werden ausführliche Erläuterungen separat im Gliederungspunkt 4.4 gegeben.

²⁹ z.B. Produktabdeckung, Veröffentlichung der finalen Preistabelle und Disaster Recovery Lösungen

³⁰ Vgl. Art. 5 Abs. 2, Durchführungsverordnung 1247/2012.

Der Grund dafür liegt in den noch laufenden Gesetzgebungsprozessen. Vorab sei jedoch erwähnt, dass die Parteien des betroffenen Marktes ursprünglich davon ausgegangen sind, dass die Clearingpflicht für Derivate die erste zu erfüllende Anforderung zum Ende des Jahres 2012 sein würde. Mangelnde praktische Erfahrungen der Autoritäten in der Interaktion mit den Marktteilnehmern und der Erlass eines solch einschneidenden Regelwerks zwangen die Parteien jedoch dazu, das Inkrafttreten der einzelnen Inhalte der EMIR umzudrehen.

Mit der Verordnung wurden neben einer Vielzahl neuer Identifikationsschlüssel auch neue Kundenklassifizierungen zur Abgrenzung des Anwendungsbereiches notwendig. Um ein besseres Verständnis über die relevanten Kundenklassifizierungen zu erlangen, wird die Abgrenzung zwischen finanziellen und nicht-finanziellen Gegenparteien gegenübergestellt.

Als Ausgangspunkt der Betrachtung dient folgende Auflistung:

Begriff	Abkürzung	Definition
Financial Counterparty "finanzielle Gegenpartei"	FC	Financial Counterparty im Sinne von EMIR: <ul style="list-style-type: none"> • Wertpapierfirmen • Kreditinstitute • Versicherungsunternehmen • Rückversicherungsunternehmen • Fonds • Einrichtungen zur betrieblichen Altersvorsorge • Asset Manager • Hedge Fonds
Non-Financial Counterparty "nicht-finanzielle Gegenpartei"	NFC	Unternehmen, die keine FC sind, aber dennoch mit OTC-Derivaten handeln. Dies sind im Wesentlichen KMU's und Firmenkunden.
Non-Financial Counterparty (Clearingpflichtig) "nicht-finanzielle Gegenpartei oberhalb der Clearingschwelle"	NFC+	Eine NFC, die die Clearingschwelle überschritten hat und somit der Clearingpflicht unterliegt. Davon gibt es aktuell ca. 7 Unternehmen (Energiekonzerne und Großindustrielle) in Deutschland.

Tabelle 2: Übersicht der Kundenklassifizierungen in der EMIR

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Art. 3 Nr. 8 und 9 Verordnung Nr. 648/2012.

Aus der Tabelle 2 ist zu erkennen, dass die Verordnung vorsieht die Kunden in zwei wesentliche Gruppen einzuteilen: Finanzielle Gegenparteien und nicht-finanzielle Gegenparteien. Bei den nicht-finanziellen Gegenparteien wird zusätzlich eine Unterscheidung zwischen clearingpflichtig (NFC+) und nicht-

clearingpflichtig (NFC) vorgenommen. Grundlegend bedeutet dies, dass finanzielle Gegenparteien der zentralen Clearingpflicht vollumfänglich unterliegen, d.h. OTC-Derivate müssen über eine zentrale Gegenpartei (CCP) abgewickelt werden, um Transparenz und Sicherheit bereits bei Geschäftseingabe sicherzustellen. Bilaterale Transaktionen werden sukzessive durch zentral ausgeführte Geschäfte abgelöst. Aufgrund der sehr speziellen Anforderungen zur Clearingpflicht wird auf dieses Thema im Gliederungspunkt 3.1 detaillierter eingegangen. Bei den nicht-finanziellen Gegenparteien wird anhand von gewissen Schwellenwerten eine Differenzierung vorgenommen. Diese sind in der ergänzenden Verordnung 149/2013 aufgeführt.³¹

Die Schwellen berücksichtigen das aggregierte ausstehende Nominalvolumen des zugrunde liegenden Ursprungsgeschäfts. Es gelten für NFC folgende Schwellenwerte je Produktklasse:

- Kreditderivate: 1 Mrd. Euro
- Aktienderivate: 1 Mrd. Euro
- Zinsderivate: 3 Mrd. Euro
- Währungsderivate: 3 Mrd. Euro
- Rohstoffderivate: 3 Mrd. Euro

Wird bereits eine der Schwellen überschritten (auch untertäglich), so muss unverzüglich eine Meldung an die zuständige Finanzaufsicht BaFin erfolgen. Folglich wird der NFC zum NFC+ und unterliegt der Clearingpflicht. Es ist wichtig hervorzuheben, dass ausschließlich Geschäfte auf die Schwellenwerte angerechnet werden, die reine Spekulationsgeschäfte sind. Absicherungsgeschäfte, die Risiken reduzieren, werden nicht in den Berechnungen der Schwellen berücksichtigt. Dies sind beispielsweise Absicherungsgeschäfte von möglichen Wertveränderungen im Produktionsprozess oder Absicherungsgeschäfte von Schwankungen von Zinsen, Währungen oder Kreditrisiken. Da Absicherungsgeschäfte herausgerechnet werden, ergibt sich die in der Tabelle 2 aufgeführte geringe Anzahl an Kontrahenten, die den Status NFC+ tragen.

³¹ Vgl. Art. 11, Delegierte Verordnung 149/2013.

3.2 Die zentrale Clearingpflicht

Die EMIR-Verordnung sieht in Artikel 4 vor, dass standardisierte Derivate einer bestimmten Kategorie über eine zentrale Gegenpartei abgewickelt werden.³²

Um eine künftige Simulation in einem Umfeld mit der Clearingpflicht besser darstellen zu können, wird zunächst die Vorgehensweise im aktuellen Derivateumfeld beschrieben. Es wird hierbei auf eine detaillierte Darstellung verzichtet, da dies primär zur Visualisierung und Einordnung in den Gesamtkontext dient.

Beim heutigen außerbörslichen Handel mit Derivaten zeigt sich folgendes Bild:

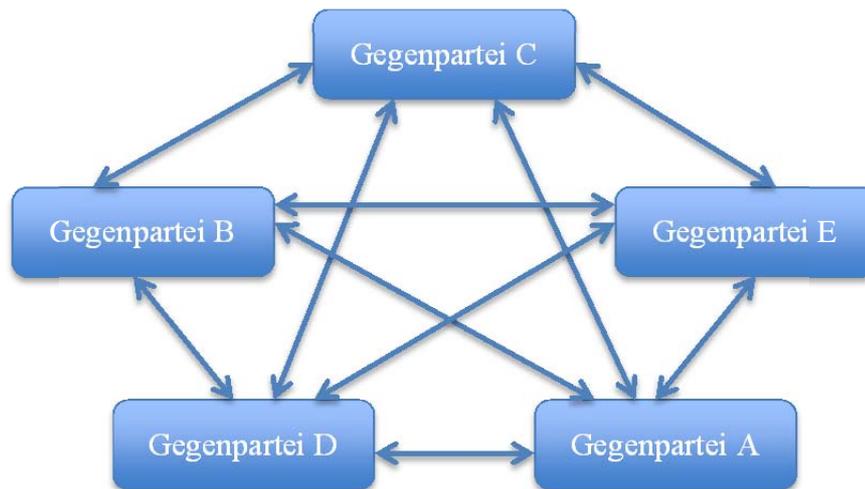


Abbildung 8: Darstellung bilateraler Geschäftsbeziehungen

Quelle: Eigene Darstellung.

Der Charakter von bilateral abgewickelten Geschäften zeigt sich darin, dass Geschäftsbeziehungen mit einer Vielzahl von Kontrahenten eingegangen werden können. Als Konsequenz dieses „konfusen“ Konstrukts ergeben sich systemische Risiken und die in Punkt 2.3 beschriebenen Swap-Ketten. Aus Sicht der Aufsichtsbehörden und anderer Marktteilnehmer herrscht völlige Intransparenz gegenüber dem OTC-Gesamtmarkt. Es werden hohe Risikopositionen zu nicht veröffentlichten respektive vereinbarten Preisen aufgebaut und bei einem Ausfall

³² Vgl. Art 4 Abs. 1, Verordnung 648/2012.

eines Kontrahenten besteht eine erhebliche „Ansteckungsgefahr“ der Risikoüberwälzung. Auch ist es vielen Instituten häufig nicht möglich eine vollumfängliche Bewertung des Adressenausfallrisikos vorzunehmen.

Durch die eben genannten Auswirkungen wird ersichtlich, dass beim OTC-Handel derzeit kein umfassender Sicherungsmechanismus besteht, welcher im Falle eines Ausfalls von Kontrahenten als robustes Risikoinstrument fungiert.

Beim zukünftigen Clearing von Derivaten werden unterschiedliche Möglichkeiten zur Teilnahme angeboten.

Das Grundkonzept kann vereinfacht anhand folgender Abbildung zur Abgrenzung bilateraler Geschäftsbeziehungen dargestellt werden:

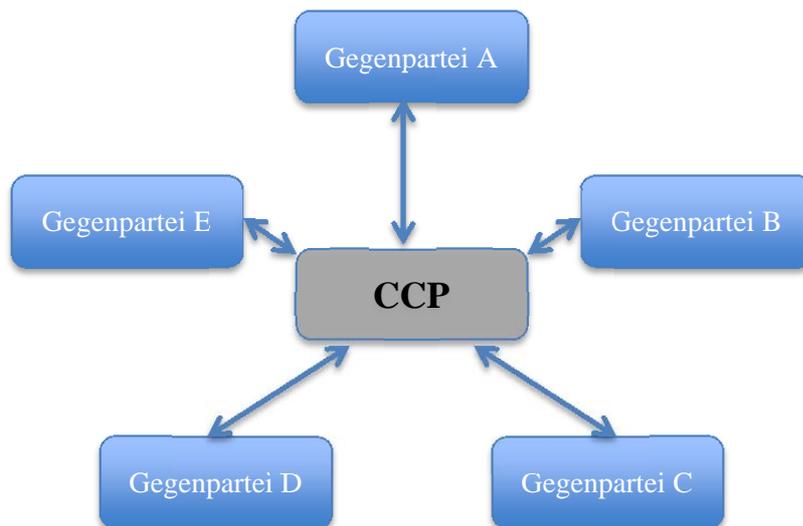


Abbildung 9: Darstellung des zentralen Clearings

Quelle: Eigene Darstellung.

Grundlegend kann gesagt werden, dass sowohl finanziellen Gegenparteien³³ als auch Nicht-finanzielle Gegenparteien³⁴, einen Zugang zu einer Central Counterparty (CCP) benötigen. Dies kann als direktes Mitglied oder indirekt als Kunde eines Mitglieds erfolgen.

Aus der in Abbildung 9 gezeigten und vereinfachten Darstellung können nun

³³ Vgl. Art. 2 Abs. 8, Verordnung 648/2012.

³⁴ Vgl. Art. 2 Abs. 10, Verordnung 648/2012.

folgende Konstellationen zur verpflichtenden Teilnahme am zentralen Clearing abgeleitet werden. Diese sind:

- Direktes Clearing
- Direktes Clearing als Clearing Broker
- Client-to-Client Clearing

Eine Möglichkeit ist das Modell des direkten Clearings. Dabei hat das Clearing Mitglied (Direct Clearing Member, DCM) einen **direkten** Zugang zu einem Clearinghaus und kann sowohl Geschäfte mit anderen direkten Mitgliedern als auch mit anderen Marktteilnehmer kontrahieren. Dieser privilegierte Status bedarf einiger Mindestanforderungen, wie z.B. einem Beitrag zu einem Ausfallfonds, einen Betrag an vorzuhaltendem Eigenkapital und prozessuale Voraussetzungen zur direkten Teilnahme am zentralen Clearing.³⁵ Grafisch sieht dies wie folgt aus:

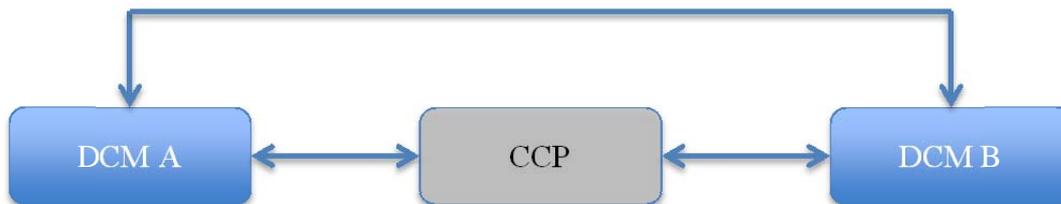


Abbildung 10: Direktes Clearing

Quelle: Eigene Darstellung.

Eine erweiterte Ausprägung des direkten Clearings ist die Möglichkeit, am Markt zusätzlich als Clearing Broker (CB) zu agieren. Dies bedeutet, dass man als Clearing Broker auch gleichzeitig ein DCM sein muss. Diese exponierte Stellung kann in einigen Fällen sinnvoll sein. Zum einen kann diese Entscheidung als Sprungbrett zur Erschließung neuer beziehungsweise zur Erweiterung bereits bestehender Märkte genutzt werden. Ein Clearing Broker ist präsent am Markt und bietet seine Servicevielfalt aggressiv und offensiv an. Er kommt somit ins Gespräch mit anderen Marktteilnehmern. Zum anderen bietet dieser Service eine Lösungsmöglichkeit für Kunden Zugang zum zentralen Clearing zu erhalten. Clearing Broker fungieren somit als Intermediär zwischen dem Clearinghaus und seinem Kunden.

³⁵ Vgl. SwapClear (2012), erster Abschnitt im Hauptframe zu Membership Criteria (siehe Internetverzeichnis).

Grafisch ist dies wie folgt darstellbar:

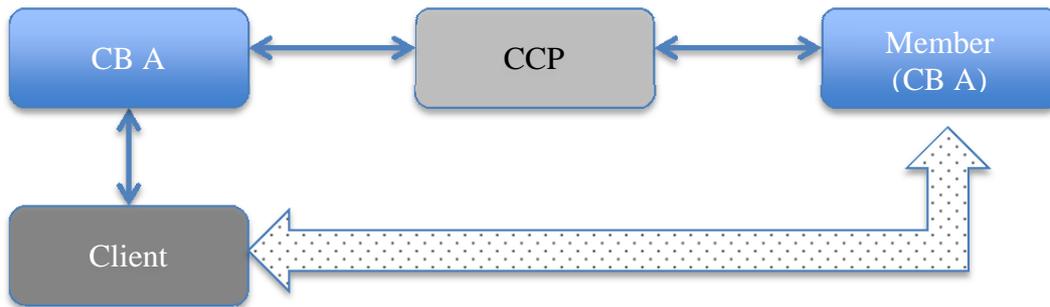


Abbildung 11: Direktes Clearing in der Rolle als Clearing Broker

Quelle: Eigene Darstellung.

Als eine weitere Möglichkeit ergibt sich die Teilnahme am zentralen Clearing als Kunde/ Client. Die Entscheidung, ob man als direktes Mitglied oder lediglich als Client am Markt auftritt, ist eine geschäftspolitische und in weiten Teilen auch ökonomische Betrachtung. Dies liegt an den erheblichen Kosten, die mit einer Teilnahme als direktes Mitglied verbunden sind. Hinzu kommt eine zusätzliche Erweiterung der Infrastruktur, eine Anpassung des Risikomanagements und nicht zuletzt der Aufbau von zusätzlichem Know-How. Zum Verständnis ist es wichtig, einen Perspektivenwechsel weg von der direkten Anbindung und hin zur indirekten Teilnahme vorzunehmen. Der Zugang erfolgt über einen Clearing Broker. In dieser Konstellation besteht die Herausforderung darin, dass nur mit direkten Mitgliedern gehandelt werden kann. In der Regel sind Mitglieder einer zentralen Gegenpartei Großbanken³⁶, welche die nötigen Voraussetzungen zum Eintritt in das Geschäftsmodell mitbringen. Dies ist prinzipiell ausreichend, um clearingpflichtige Geschäfte durch eine CCP abwickeln zu lassen. Die Wettbewerbsfähigkeit und der Verhandlungsspielraum für Kontrahenten sind in diesem Modell jedoch eingeschränkt. Es entsteht ein Konzentrationsrisiko auf wenige Kontrahenten mit eingeschränktem Produktportfolio.

Um diesem Widerspruch der diskriminierungsfreien Auftragsausführung entgegen zu wirken, wurde das erweiterte **Client-to-Client Clearing** lange am Markt diskutiert und am Ende des Jahres 2012 durch die LCH.Clearnet erstmals in einer Pilotierung implementiert. Die Konzeptionsphase dauerte ein Jahr. Durch

³⁶ Dies sind zum Beispiel: Barclays, JP Morgan, Morgan Stanley, Deutsche Bank, Citi Bank, ABN Amro, LBBW, Commerzbank etc.

die damalige Tätigkeit des Verfassers in einer regionalen Bank mit dem Fokus der Umsetzung regulatorischer Anforderungen und der daraus resultierenden Teilnahme an diversen Arbeitskreisen, wurde das Institut als eines der Ersten in die Konzeption integriert. Ein intensiver Erfahrungsaustausch mit den regionalen Behörden führte letztendlich dazu, dass das Konzept standardisiert in den Markt eingeführt werden konnte. Bereits seit 2013 konnten erste Geschäfte in der neu geschaffenen Infrastruktur gecleart werden. Die Abbildung 10 kann somit wie folgt erweitert werden:

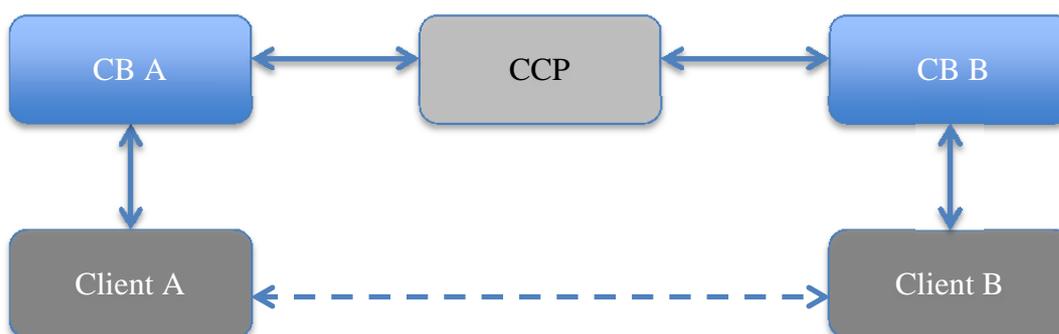


Abbildung 12: Client-to-Client Clearing

Quelle: Eigene Darstellung.

Es ist deutlich zu erkennen, dass es in diesem System möglich ist, mit sämtlichen Marktteilnehmern Geschäfte abzuschließen, also auch mit anderen Clients.

Für den veränderten Prozessablauf und den Informationsfluss von A nach B und letztendlich zum Clearinghaus wird ein weiterer Beteiligter in den Clearing-Prozess eingebunden. Neben den Clients, den Clearing Brokern und der CCP sind zusätzlich Anbieter von Middle-Ware-Plattformen zu integrieren. Nicht nur im Rahmen des Client-to-Client Clearings ist diese zwischengeschaltete Rolle zu finden, sondern ebenfalls in den oben beschriebenen Varianten des direkten Clearings. Diese Plattform ist die zentrale Kommunikationsstelle aller Beteiligten. Als etablierte Bestätigungsplattform ist das Produkt MarkitWire von MarkitServ zu nennen. Auf eine detaillierte Beschreibung wird an dieser Stelle verzichtet und für weitergehende Informationen auf die Internetseite von MarkitServ³⁷ verwiesen.

³⁷ Vgl. Markit (2014), MarkitSERV Overview, erster und zweiter Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

3.3 Transaktionsregister zur Meldung von Derivatekontrakten

“I congratulate the European Parliament and the Council on reaching today an important agreement on a regulation for more stability, transparency and efficiency in derivatives markets.... The regulation ensures that information on all European derivative transactions will be reported to trade repositories and be accessible to supervisory authorities, including the European Securities and Markets Authority (ESMA), to give policy makers and supervisors a clear overview of what is going on in the markets. The era of opacity and shady deals is over.”³⁸

Die regulatorischen Anforderungen der European Markets Infrastructure Regulation schreiben die Meldung von Geschäftsabschlüssen und jeglichen Ereignissen innerhalb eines Lebenszyklus von derivativen Produkten an ein Transaktionsregister vor.³⁹ Transaktionsregister sind übergeordnete, autokratische, zentrale Datensammelstellen, auf die die lokalen Autoritäten⁴⁰ jederzeit Zugriff haben. Aus rechtlicher Sicht wird im Artikel 2 Absatz 2 der EMIR ein Transaktionsregister als „juristische Person, welche die Aufzeichnungen zu Derivaten zentral sammelt und verwahrt,“⁴¹ definiert.

Als Grundlage für die geltende Meldung dient der Artikel 9 Absatz 1 der EU-Verordnung 648/2012 des Europäischen Parlaments und Europäischen Rats.

Unter anderem werden darin folgende Aspekte konkret geregelt:

- Format und Häufigkeit
- Zeitpunkt, bis zu dem die Derivattransaktionen gemeldet werden müssen
- Übergangfrist für das Melden des Bestandsgeschäfts⁴²

Die Meldepflicht fordert demnach, dass sämtliche Einzelheiten bei Derivatekontrakten an qualifizierte Register gemeldet werden müssen. Betroffen hiervon sind finanzielle Gegenparteien⁴³ und alle Nicht-finanzielle

³⁸ Europa (2012), Statement von Barnier, Press Release Database, erster Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

³⁹ Vgl. Art. 9 Abs. 1, Verordnung 648/2012.

⁴⁰ In Deutschland ist dies die BaFin.

⁴¹ Art. 9 Abs. 2, Verordnung 648/2012.

⁴² Vgl. Art. 9 Abs. 6, Verordnung 648/2012.

⁴³ Vgl. Art. 2 Abs. 8, Verordnung 648/2012.

Gegenparteien,⁴⁴ wie Industrieunternehmen oder Firmenkunden, die eine wirtschaftliche Gewinnerzielungsabsicht verfolgen.

Darüber hinaus sind ebenfalls Clearing-Häuser (CCP's) wie die LCH-Clearnet und Clearing Broker von der Meldepflicht betroffen.⁴⁵ Hierbei ist wichtig herauszustellen, dass immer **beide** Parteien direkt an ein Transaktionsregister melden müssen. Dadurch sollen Doppelmeldungen durch die Kontrahenten, Clearinghäuser und durch die Clearing Broker vermieden werden. Wie dies im Einzelnen sichergestellt wird, ist aktuell noch in der Konzeption der einzelnen Transaktionsregister. Dies erfolgt in Abstimmung mit den lokalen Aufsichtsbehörden. Als primäre Anforderung sind Geschäftsabschlüsse, Änderungen und Beendigungen von Geschäften auf täglicher Basis, spätestens bis zum folgenden Geschäftstag zu melden. Des Weiteren müssen die Institute aus Offenlegungsgründen eine interne Historie von Abschlüssen und Ereignissen im gesamten Lebenszyklus für mindestens fünf Jahre vorhalten. Dies stellt u.a. erhebliche infrastrukturelle Anforderungen, speziell an Nicht-Finanzinstitute, dar. Aufgrund dieser neuen Herausforderungen besteht speziell für diese Kontrahenten die Möglichkeit, dass die Meldungen an die andere Partei der Geschäftsbeziehung oder an Dritte delegiert werden können.⁴⁶ Aus der operativen Praxis ist zu erkennen, dass dieses Angebot primär von Nicht-Finanzinstituten und kleineren Finanzinstituten zunehmend häufiger in Anspruch genommen wird.

Ausgenommen von den Meldeanforderungen sind derzeit natürliche Personen und Kommunen. Mitunter wird hierfür in der Marktpraxis der Auslegungsrahmen seitens des Regulators ausgeweitet. Neben den außerbörslich-gehandelten Produkten unterliegen zudem auch die Produktgruppe der Exchange Traded Derivatives (ETD) der Meldepflicht an ein Transaktionsregister.

Allen Derivaten gemein ist jedoch, dass die Meldepflicht für alle Kontrakte gilt, die:

⁴⁴ Vgl. Art. 2 Abs. 9, Verordnung 648/2012.

⁴⁵ Vgl. Art. 2 Abs. 1 und 2, Delegierte Verordnung 148/2013.

⁴⁶ Vgl. Art. 9 Abs. 1, Verordnung 648/2012.

- vor dem 16. August 2012 geschlossen wurden und zu diesem Zeitpunkt noch ausstehen oder
- am oder nach dem 16. August 2012 neu abgeschlossen werden.⁴⁷

Zusammengefasst bedeutet dies, dass sowohl das Neugeschäft als auch das Bestandsgeschäft in reduzierter und konkretisierter Art und Weise gemeldet werden müssen.

Die Regulatory Technical Standards (RTS) sehen für diese Pflicht insgesamt 85 zu meldende Felder vor, welche in Form von zwei Tabellen innerhalb eines Meldesatzes mitgeliefert werden müssen. Es handelt sich sowohl um Kontrahenten- als auch um Geschäftsdaten, die im Anhang in der Anlage 2 in Tabellenform zusammengefasst sind. Thematisch können grundlegend drei Inhalte identifiziert werden:

- Kontrahentendaten (Counterparty Data)
- Geschäftsdetails (Common Data)
- Sicherheiten und Marktwerte (Exposure Data) sind zum Teil in den Counterparty Data mit enthalten⁴⁸

Am Anfang dieses Kapitels wurde bereits auf die Möglichkeit einer Delegation der Meldung hingewiesen. Meldet nun nur eine Partei der Geschäftsbeziehung für beide Parteien mit, so sind nur einmal die Geschäftsdaten (Common Data und Exposure Data) zu melden. Die Kontrahentendaten (Counterparty Data) hingegen sind in zwei separaten Meldungen abzugeben. Findet die Delegation der Meldung an eine geeignete dritte Partei statt, ist die Meldung vollumfänglich abzugeben. Das heißt, dass die Meldung derart abzugeben ist, als ob beide Parteien einzeln an das Transaktionsregister gemeldet hätten. Es müssen die Counterparty-, Common- und Exposure Data je Partei angegeben werden. Die lokalen Aufsichten behalten sich das Recht vor, dass bei ungenügender Qualifikation des Dritten die Delegation unterbunden und an die ESMA kommuniziert wird. Die ESMA hat die alleinige Hoheit, den Transaktionsregistern die Annahme der Meldungen von Dritten zu untersagen.⁴⁹ Sofern die Meldungen an

⁴⁷ Vgl. Art. 5 Abs. 4, Durchführungsverordnung 1247/2012.

⁴⁸ Vgl. Anhang der Delegierten Verordnung 148/2013.

⁴⁹ Vgl. Art. 9 Abs. 1 und 4, Verordnung 648/2012.

unterschiedliche Transaktionsregister gemeldet werden, sind diese über universelle Codes für einen Abgleich der beiden Meldungen verantwortlich. Diese Codes sind:

- *der Legal Entity Identifier (LEI)*
- *der Unique Trade Identifier und (UTI)*
- *der Unique Product Identifier (UPI)*

Aus Erstgesprächen mit Marktteilnehmern und Vertretern der Transaktionsregister ist erkennbar, dass die Interoperabilität zwischen den einzelnen Registern einen hohen koordinativen und technischen Abstimmungsaufwand erfordert. Wie bereits erwähnt, sehen die RTS die Meldung von abgeschlossenen Transaktionen vor, so dass eine erneute Bestätigung der Geschäfte nicht notwendig erscheint.

Besonderheiten ergeben sich bei der geforderten Meldung von Marktwerten und der Meldung von Clearing- Geschäften.

Die angeforderten **Exposure** Datenfelder sind auf Basis der gesamten ausgetauschten Sicherheiten vorzunehmen. Dies beinhaltet die verschiedenen Formen von Cash, Wertpapieren, Pfandrechten etc. Sofern eine auf das Geschäft bezogene Zuordnung der Sicherheiten nicht möglich ist, ist auf Portfoliobasis zu liefern. Wichtig hierbei ist zu erwähnen, dass es sich nicht um ein Wahlrecht handelt, sondern nur akzeptiert wird, wenn tradebasiert nichts geliefert werden kann. Dies hat häufig technische Hintergründe. Es ist dann der Gesamtwert der Sicherheiten des entsprechenden Rahmenvertrages⁵⁰ zu melden. Zu der zum 12. Februar 2014 eintretenden Meldepflicht ist die Meldung der Exposure Data in dieser Periode noch nicht betroffen. Die Meldungen der Sicherheiten- und Marktwertpositionen werden 180 Tage nach dem Beginn der Meldepflicht wirksam.⁵¹ Somit ist dies der 12. August 2014. Nicht-Finanzinstitute und von der EMIR nicht berücksichtigte Personenkreise sind von der Meldung von Marktwerten und Sicherheiten gänzlich ausgenommen.

⁵⁰ Art und Umfang des Vertrages

⁵¹ Vgl. Art. 5 Abs. 5 Durchführungsverordnung (EU) Nr. 1247/2012.

3.4 Risikominderungstechniken für nicht-geclearte Transaktionen

Wie bereits in der Einleitung schon kurz angeführt, ist die „European Market Infrastructure Regulation“ (EMIR) eine Initiative der Europäischen Union (EU) zur Regulierung des außerbörslichen Handels mit derivativen Finanzinstrumenten. Die Themen, die die wesentlichen Handlungsfelder im Bereich der Risikominderungstechniken bilden, sind in folgender Abbildung 13 dargestellt:

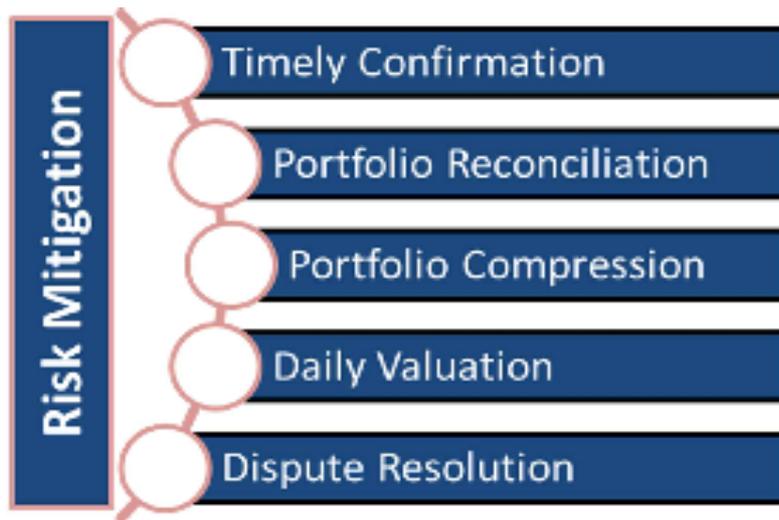


Abbildung 13: Die Handlungsfelder der Risikominderungstechniken

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Verordnung 648/2012.

Die für die Abbildung 13 wesentliche Referenz ist der Artikel 11 der Verordnung 648/2012, in dem die einzelnen Anforderungen beschrieben sind.⁵² In der Abbildung ist die bilaterale Besicherungspflicht noch nicht berücksichtigt, da diese noch nicht zu den verpflichtenden Maßnahmen zählt und somit wenig inhaltliche Substanz bietet. Auf die einzelnen Merkmale dieser regulatorischen Risikominderungsstrategien wird in den folgenden Ausführungen genauer eingegangen.

Anforderungen der täglichen Bewertung von Geschäften (Daily Valuation)

In Artikel 11 Abs. 2 der EU-Verordnung 648/2012 in Verbindung mit den Artikeln 16 und 17 der delegierten Verordnung 149/2013 wird gefordert, dass finanzielle Gegenparteien und nicht-finanzielle Gegenparteien über der Clearing Schwelle

⁵² Vgl. Art. 11 Abs. 1 a und b, Verordnung 648/2012.

(NFC+) seit dem 15.03.2013 **täglich** den Wert **aller** ihrer ausstehenden Kontrakte ermitteln müssen. NFC's sind von dieser Pflicht befreit, da anzunehmen ist, dass dies bei den kleineren Unternehmen aufgrund der geringen Anzahl an Derivategeschäften technisch und personell nicht umsetzbar ist. Hier spielt zudem die Frage der Notwendigkeit und Relevanz einer solchen NFC-Bewertungspflicht hinein. Die daraus resultierenden Informationen spiegeln nicht die Marktpositionen von Großbanken und institutionellen Großkunden wider.

Die Bewertung hat grundsätzlich auf Basis der aktuellen Kurse (**Mark-to-Market**) zu erfolgen, sofern die Marktbedingungen dies auch zulassen. Ansonsten ist eine zuverlässige und vorsichtige Bewertung zu Modellpreisen (**Mark-to-Model**) vorzunehmen. In welchen Fällen Marktbedingungen vorliegen, die eine Bewertung zu Marktpreisen verhindern, sind in den ESMA Standards aufgeführt. Grundsätzlich wird hier zwischen zwei Situationen unterschieden. Dies ist zum Einen der Fall, wenn der Markt als inaktiv gesehen wird; also, wenn die Preise für Derivate nicht verfügbar sind oder nicht den marktüblichen Konditionen entsprechen.⁵³ Zum anderen spielen die „Bandbreite der plausiblen Zeitwertschätzungen ... und die Wahrscheinlichkeiten der verschiedenen Schätzungen ...“⁵⁴ eine tragende Rolle. Vereinfacht gesagt bedeutet dies, dass je schlechter Wahrscheinlichkeiten aufgrund nicht plausibler Schätzungen berechnet werden können und die berechneten Zukunftswerte auseinander liegen, desto schwieriger eine explizite Prognose der Wertentwicklungen ist. Es kann keine Bewertung zum aktuellen Marktpreis erfolgen, da die Werte nicht verlässlich sind und somit nicht berücksichtigt werden sollten. Liegen solche Bedingungen vor muss geprüft werden, ob eine vorsichtige Bewertung zu Modellpreisen durchgeführt werden kann. Dies bedeutet, dass die eingesetzten Modelle anerkannt, ordnungsgemäß dokumentiert und so häufig wie nötig, aber mindestens einmal jährlich, durch das Leitungsorgan genehmigt werden müssen. Häufig sind diese Modelle von dem Bereich Risikocontrolling konzipiert worden und müssen zusätzlich durch eine andere Einheit validiert und unabhängig überwacht werden. Es müssen alle Parameter berücksichtigt werden, die unter „normalen“ Umständen bei einer Marktpreisbewertung betrachtet werden.⁵⁵

⁵³ Vgl. Art. 16, Delegierte Verordnung 149/2013.

⁵⁴ Art. 16 Abs. 1b, Delegierte Verordnung 149/2013.

⁵⁵ Vgl. Art. 17, Delegierte Verordnung 149/2013.

Regelungen zur rechtzeitigen Geschäftsbestätigung (Timely Confirmation)

Speziell bei den Anforderungen zur rechtzeitigen Bestätigung wird in der EMIR eine detaillierte Unterscheidung zwischen den einzelnen Assetklassen und den relevanten Kundengruppen hinsichtlich geforderter Bestätigungsfristen vorgegeben. Im Kapitel I der ESMA Verordnung 648/2012 wird der Begriff „Bestätigung“ wie folgt definiert: „Dokumentation der Zustimmung der Gegenparteien zu sämtlichen Bedingungen eines OTC-Derivatekontrakts (OTC: over the counter).“⁵⁶ Diese Definition lässt einige Interpretationsspielräume offen. Insbesondere wird die Frage der Korrektheit der Inhalte gar nicht betrachtet. Auch gibt es keine Aussage dazu ob die Bestätigung erst vollständig ist, wenn die Gegenbestätigung vollständig und korrekt vorliegt. Als Orientierung für die Marktteilnehmer sollte daher gelten:

Eine Transaktion gilt im Sinne der ESMA RTS dann als bestätigt, wenn sowohl die eigene als auch die Gegenbestätigung des Kontrahenten vorliegen und diese komplett übereinstimmen (keine Streitigkeiten bzw. Indifferenzen).

Die EMIR-Verordnung fordert, dass finanzielle und nicht-finanzielle Gegenparteien abgeschlossene Kontrakte rechtzeitig bestätigen. Dies hat möglichst auf elektronischem Wege zu erfolgen.⁵⁷ In den ergänzenden Standards der ESMA wird geregelt, in welchen Zeiträumen die Bestätigungen von OTC-Derivaten zu erfolgen hat. Hierzu wurde von der ESMA ein Phase-In Ansatz gewählt, der die endgültigen Zeiträume vorschreibt.

Die Regelungen aus dem Artikel 12 der ESMA RTS werden im Folgenden in Tabellen dargestellt werden.

- Der Kontrahent ist eine finanzielle oder nicht-finanzielle Gegenpartei **oberhalb** der Clearingschwelle

⁵⁶ Art. 1 c, Delegierte Verordnung 149/2013.

⁵⁷ Vgl. Art. 11 Abs. 1a Verordnung 648/2012.

Zinsderivate Kreditderivate		Aktienderivate Währungsderivate Rohstoffderivate Andere OTC-Derivate	
Geschäftsabschluss „T“	Bestätigungsfrist	Geschäftsabschluss „T“	Bestätigungsfrist
bis 28.02.2014	T+2	bis 31.08.2013	T+3
nach 28.02.2014	T+1	nach 31.08.2013 bis 31.08.2014	T+2
		nach 31.08.2014	T+1

Tabelle 3: Bestätigungsfristen für FC und NFC+

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Art. 12 Absatz 1 a-e Delegierte Verordnung 149/2013.

- Der Kontrahent ist eine nicht-finanzielle Gegenpartei **unterhalb** der Clearingschwelle

Zinsderivate Kreditderivate		Aktienderivate Währungsderivate Rohstoffderivate Andere OTC-Derivate	
Geschäftsabschluss „T“	Bestätigungsfrist	Geschäftsabschluss „T“	Bestätigungsfrist
bis 31.08.2013	T+5	bis 31.08.2013	T+7
nach 31.08.2013 bis 31.08.2014	T+3	nach 31.08.2013 bis 31.08.2014	T+4
nach 31.08.2014	T+2	nach 31.08.2014	T+2

Tabelle 4: Bestätigungsfristen für NFC

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Art. 12 Absatz 2 a-f Delegierte Verordnung 149/2013.

Anhand der Tabellen 3 und 4 lässt sich erkennen, dass die Anforderungen an FC's und NFC's+ deutlich schärfer formuliert sind als bei NFC's. Zudem wird eine Unterscheidung bei den einzelnen Assetklassen gemacht. Hintergrund dafür

könnte sein, dass die in der Tabelle 2 genannten Parteien eher dem Marktbild entsprechen als nicht-finanzielle Gegenparteien unter der Clearingschwelle. Das heißt, dass der Umsatz bei Zins- und Kreditderivaten am Derivatevolumen höher ist als bei NFC's. Es kann außerdem angenommen werden, dass die IT-Infrastruktur und die personellen Ressourcen besser ausgebaut sind und sie somit eher in der Lage sind, diese Anforderungen auch fristgerecht umzusetzen. Über die Anzahl unbestätigter Transaktionen, die länger als fünf Tage ausstehend sind, muss auf monatlicher Basis eine Meldung an die BaFin erfolgen.⁵⁸

Eine finale und zweifelsfreie Klärung des Regulators, was zukünftig als elektronische Bestätigung angesehen wird, steht im Sommer 2014 noch aus. Es ist zu befürworten, dass verstärkt elektronische Plattformen eingesetzt werden und die Email-Bestätigungen dadurch abgelöst werden können. Da sich der Markt aktuell auch in diese Richtung (unterstützt durch das verpflichtende Clearing) bewegt, sollte untersucht werden, welche Plattformen sich für die anderen Assetklassen (Aktien, Währung...) etablieren lassen können. Eine Prüfung, ob eine technische Anbindung sinnvoll ist, wird empfohlen.

Portfolioabgleich (Portfolio Reconciliation)

Nachdem die zuvor beschriebenen Anforderungen am 15.03.2013 in Kraft getreten sind, so wurden die folgend genannten Regelungen am 15.09.2013 maßgeblich. Im Grundsatz erfolgt eine nahezu identische Unterscheidung hinsichtlich Kundenklassifizierung und Frequenz wie bei der rechtzeitigen Bestätigung. Es sollen solide und belastbare Prozesse zur Abstimmung von Portfolien, schriftlich oder auf gleichwertigem Wege, mit **allen** Kontrahenten festgehalten werden. Es ist besonders hervorzuheben, dass dies vor dem Abschluss eines Derivatekontrakts zu erfolgen hat.⁵⁹ In den relevanten ESMA Standards wird weitestgehend geregelt in welcher Frequenz der Abgleich durchzuführen ist. Um die einzelnen, beschriebenen Aspekte aufzugreifen, gilt folgende Tabelle:

⁵⁸ Vgl. Art 12 Abs. 4, Delegierte Verordnung 149/2013.

⁵⁹ Vgl. Art. 11 Abs. 1b, Verordnung 648/2012 und Art. 13. Abs. 1, Delegierte Verordnung 149/2013.

FC NFC+		NFC	
Geschäftsvolumen	Frequenz	Geschäftsvolumen	Frequenz
500 oder mehr	täglich	Mehr als 100	einmal pro Quartal
51 - 499	einmal pro Woche	100 oder weniger	einmal pro Jahr
50 oder weniger	einmal pro Quartal		

Tabelle 5: Frequenzen zum Portfolioabgleich für FC, NFC+ und NFC

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Art. 13 Abs. 3 a-b Delegierte Verordnung 149/2013.

Wesentlich für die umzusetzenden Anforderungen ist das jeweilige offene Geschäftsvolumen pro Kontrahent. Hat eine finanzielle Gegenpartei beispielsweise offene Derivatekontrakte mit der Deutschen Bank (FC) i.H.v. 250 Geschäften, so muss zwischen beiden Parteien einmal pro Woche der Portfolioabgleich durchgeführt werden. Bei NFC's sind die Frequenzen und das zugrunde liegende Volumen deutlich niedriger. Potenzielle Gründe hierfür sind die fehlende Infrastruktur und die fehlenden personellen Ressourcen. Es besteht im Rahmen einer Individualvereinbarung die Möglichkeit, diesen Service an einen qualifizierten Dritten auszulagern.⁶⁰

Portfolio Kompression (Portfolio Compression)

Die Portfolio-Kompression gehört zu den „milderen“ Anforderungen, die an die Marktteilnehmer gestellt werden. In diesem Absatz werden im Folgenden die wesentlichen Prüfpunkte dargestellt. Im Grunde besagt die Anforderung, dass FC's, NFC+ und NFC prüfen müssen ob mit einer Gegenpartei 500 oder mehr ausstehende Kontrakte im Portfolio zu verzeichnen sind. Dies soll möglichst regelmäßig, jedoch mindestens zwei Mal jährlich erfolgen.⁶¹ Das dahinter stehende Ziel ist eine mögliche Verringerung des Adressausfallrisikos mittels

⁶⁰ Vgl. Art. 13 Abs. 2, Delegierte Verordnung 149/2013.

⁶¹ Vgl. Art. 14, Delegierte Verordnung 149/2013.

Reduzierung der Anzahl der Geschäfte. Es ergeben sich folgende zu erfüllende EMIR-Anforderungen:

- Beobachtung
- Prüfprozess
- Prozess zur Durchführung bzw. Begründung bei Nicht-Durchführung

Da oftmals das Front-Office eines Unternehmens den kompletten Überblick über die Portfolien hat, sollte dort entschieden werden, welche Transaktionen in den Prozess einbezogen werden sollten. Dies wird parallel mit dem Kontrahenten abgestimmt. Dazu wird eine Liste der relevanten Geschäfte zusammengestellt, welche idealerweise in ein gemeinsames System (z.B. in das Tool von dem Marktanbieter triReduce) geladen wird. Auf Basis von Standardcharakteristika⁶² wird systemseitig untersucht, welche Geschäfte pro Kontrahent ähnliche bis gleiche ökonomische Details bzw. ein gegenläufiges Risikoprofil besitzen. Wurden mögliche Geschäfte identifiziert (dies können im Idealfall auch mehrere Geschäfte sein), so erfolgt eine vorzeitige Schließung der Geschäfte, indem ein neues Geschäft mit den gleichen Informationen abgeschlossen wird. So können beispielsweise vier Geschäfte zu einem Geschäft komprimiert und die Anzahl der Transaktionen im Portfolio reduziert werden.⁶³

Da das Portfolio regelmäßig überprüft wird, wird auch die EMIR-Anforderung einer zwei-jährlichen Beobachtung und Prüfung ohne Einschränkungen abgedeckt. Um dies konkret zu datieren, sollten zusätzlich zwei feste Stichtage definiert werden, an denen eine Kompressionsprüfung stattfindet. Dort werden alle Kontrahenten ermittelt, mit denen seit dem letzten Stichtag über 499 Transaktionen ausstanden. Diese Abfrage kann über den externen Service triReduce erfolgen. Da dies ein einseitiger Prozess ist, kann auch mit Kontrahenten, die keinen Service nutzen, der Kompressionslauf durchgeführt werden. Es ist dann zu überlegen, ob die Kosten dafür in das Geschäft eingepreist werden. Ist eine Kompression nicht angemessen⁶⁴, ist dies entsprechend zu begründen und auf Anfrage der zuständigen Finanzbehörde darzulegen. Es ist daher notwendig, dass die Ergebnisse zu den Stichtagen

⁶² Nominal, Zinssatz, Währung, aktueller Marktwert u.a.

⁶³ Häufig werden auch Ausgleichzahlungen vorgenommen, um kleine Differenzen auszugleichen.

⁶⁴ Gründe dafür könnten sein, dass das Portfolio rein direktional ist und keine gegenläufigen Positionen aufweist oder die Effektivität von internen Risikomanagementprozessen unterwandert werden.

historisiert werden und das Front-Office um eine offizielle Stellungnahme gebeten wird.

Toleranzen beim Streitbeilegungsverfahren (Dispute Resolution)

Neben dem Portfolioabgleich und der Portfolio-Kompression ist das Schlichtungsverfahren die dritte Technik, die seit dem 15.09.2013 in Kraft ist. Wie bereits beim Portfolioabgleich kurz aufgeführt wurde, kann es vorkommen, dass nicht alle Daten 1 zu 1 übereinstimmen. Somit stellt sich die Frage, wie mit den aufgetretenen Differenzen umzugehen ist. Dazu fordert die EMIR, dass solide und belastbare Prozesse zur frühzeitigen Erkennung und zügigen Ausräumung von Meinungsverschiedenheiten (Disputes) zwischen den Parteien etabliert werden.⁶⁵ Dies umfasst mindestens „die Feststellung, Aufzeichnung und Überwachung von Streitigkeiten im Zusammenhang mit der Anerkennung oder Bewertung des Kontrakts ... zwischen den Parteien.“⁶⁶ Streitigkeiten sind zeitnah auszuräumen. Dies heißt im Sinne der EMIR, dass die Differenzen innerhalb von fünf Tagen beigelegt werden müssen.⁶⁷ Spezielle Anzeigepflichten gibt es beim Austausch von Sicherheitenpositionen und Streitwerten von über 15 Mio. EUR Abweichung. Liegen diese Bedingungen vor und bestehen sie seit mindestens 15 Geschäftstagen, so muss eine Meldung an die BaFin erfolgen.⁶⁸ Es kann davon ausgegangen werden, dass nicht jede Indifferenz unverzüglich zu einem Streitbeilegungsverfahren führen muss. Daher scheint es sinnvoll zu sein Toleranzgrenzen bei unterschiedlichen Streittypen zu vereinbaren.

3.5 Stand der Regulatorik im Sommer 2014

Die verpflichtende Meldung an ein Transaktionsregister gilt seit dem 12. Februar 2014. Die bilateralen Risikominderungstechniken gelten seit dem 15.03.2013 respektive dem 15.09.2013 und haben mit der bilateralen Besicherungspflicht noch einen zu finalisierenden Punkt, der vermutlich zu Beginn des Jahres 2015 in Kraft treten wird. Die zentrale Clearingpflicht ist somit die letzte fehlende Komponente, um die Inhalte der EMIR-Verordnung zu komplettieren.

⁶⁵ Vgl. Art. 11 Abs. 1b, Verordnung 648/2012.

⁶⁶ Art. 15 Abs. 1a, Delegierte Verordnung 149/2013.

⁶⁷ Vgl. Art. 15 Abs. 1b, Delegierte Verordnung 149/2013.

⁶⁸ Vgl. Art. 15 Abs. 2, Delegierte Verordnung 149/2013.

Bevor in diesem Kapitel der aktuelle Stand des Gesetzgebungsprozesses und daraus primär die Pflicht zum zentralen Clearing dargestellt wird, werden folgende Grundsätze vorangestellt: Die Derivate-Regulatorik ist ein dynamisches Gebilde, welches sich von Beginn des Jahres 2010 an stetig weiterentwickelt hat. Diese Dynamik zeigt auch die im Gliederungspunkt 3 beschriebene historische Entwicklung und die Vielfältigkeit der involvierten Parteien und Gremien. Aufgrund der Tatsache, dass das zentrale Clearing noch nicht verpflichtend ist, wird daher nur eine Stichtagsbetrachtung vom Status bis zum 30. Juni 2014 erfolgen.

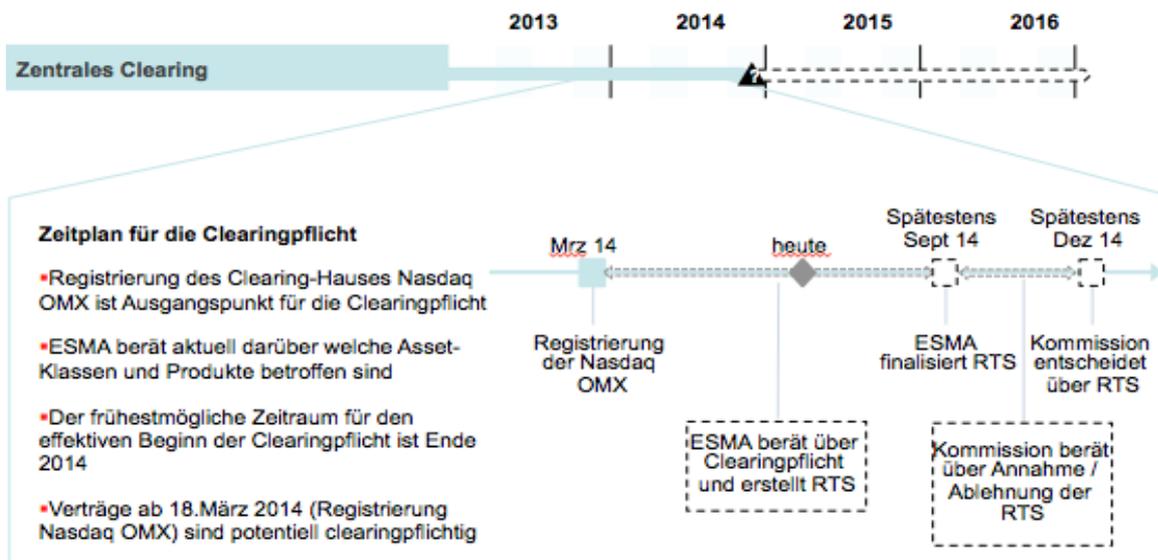


Abbildung 14: Aktueller Stand zum effektiven Beginn der Clearingpflicht

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung ESMA (2014 c), Post-trading/Clearing and Reporting, (siehe Internetverzeichnis).

In Artikel 5 der EMIR-Verordnung heißt es: „Erteilt eine zuständige Behörde einer CCP ... die Zulassung zum Clearing einer OTC-Derivatekategorie, so unterrichtet sie die ESMA unverzüglich über diese Zulassung.“⁶⁹ Mit Wirkung zum 18. März 2014 wurde die CCP *Nasdaq OMX Clearing AB* von der schwedischen Finanzaufsichtsbehörde als EMIR-qualifiziert eingestuft. Dieser Termin stellt somit den offiziellen Ausgangspunkt zur Berechnung der Clearingpflicht dar. Weiter heißt es in der EMIR: „Innerhalb von sechs Monaten nach Erhalt der Mitteilung ... werden von der ESMA — nach öffentlicher Anhörung ... der zuständigen Behörden ... — Entwürfe für technische Regulierungsstandards erarbeitet und der Kommission zur Billigung übermittelt.“⁷⁰ Das heißt, dass die ESMA darüber

⁶⁹ Art. 5 Abs. 1, Verordnung 648/2012.

⁷⁰ Art. 5 Abs. 2, Verordnung 648/2012.

berät, welche Produkte als standardisiert betrachtet werden und zu welchem Zeitpunkt sie der Clearingpflicht unterliegen sollen. Da sie für Ausarbeitung der technischen Standards sechs Monate Zeit haben, ergibt sich als Endtermin der 18. September 2014. Diese Fristen wirken jeweils neu, sobald eine weitere CCP von ihrer lokalen Aufsichtsbehörde als qualifiziert gemeldet wird. Im Anhang 3 ist eine Übersicht der registrierten CCP's bis zum oben genannten Stichtag angefügt.

Unter den aufgelisteten CCP's ist ebenfalls die einzige deutsche CCP zu finden, die von der BaFin am 10. April 2014 qualifiziert wurde, die *Eurex Clearing AG*. Nachdem die ESMA spezifisch für jede einzelne CCP die spezifischen Produktkriterien festgelegt hat, entscheidet die Europäische Kommission final über die inhaltliche Ausgestaltung. Eine zeitliche Vorgabe dafür ist nicht geregelt. Die Grundannahme ist, dass dies innerhalb von drei Monaten erfolgt. Betrachtet man die einzelnen Fristen genauer, so ist abzuleiten, dass das Inkrafttreten der Clearingpflicht nicht vor Ende des Jahres 2014 erfolgen wird. Aufgrund der Wettbewerbssituation und der späten Registrierung des größten Clearing-Hauses, der *LCH.Clearnet Ltd*, kann davon ausgegangen werden, dass zum einen die Clearingpflicht frühestmöglich im Laufe des 2. Quartals 2015 greift und zum anderen die technischen Standards eine Übergangsregelung enthalten werden. Vorstellbar ist, dass zunächst ausschließlich einfach strukturierte Zinsderivate der Clearingpflicht unterliegen werden und die weiteren Assetklassen in sogenannten „Phase-In-Perioden“ eingeführt werden. Hintergrund ist, dass der Großteil der CCP's weder Aktien- noch Währungsderivate abwickeln kann und das hohe Marktvolumen von Zinsderivaten verstärkt im Fokus der Regulierung ist. Die bisherige Erfahrung im Umgang mit der Abwicklung von Zinsderivaten⁷¹ spielt eine wesentliche Rolle, so dass die Marktteilnehmer in dem für sie neuen Umfeld Erfahrungen sammeln und sich u.a. mit den prozessualen und technischen Herausforderungen vertraut machen können. Es gilt somit die finalen Bestimmungen abzuwarten, bis das Clearing umfassend verpflichtend wird.

⁷¹ Die LCH ist bereits seit über 10 Jahren in diesem Umfeld tätig.

4. Regulatorische Anforderungen aus dem Dodd-Frank Act Title VII

Der Dodd-Frank Act aus den USA ist eine umfassende Reform, die am 21. Juli 2010 durch US-Präsident Barack Obama verabschiedet wurde und knapp ein Jahr später, am 16. Juli 2011, in Kraft getreten ist. Die beiden US-Senatoren Chris Dodd und Barney Frank haben dabei die Inhalte des Gesetzes maßgebend geprägt. Sie wurden somit als Auszeichnung Namensgeber der umfassendsten Änderungen zur Stabilisierung des amerikanischen Finanzsystems.⁷² Wie bereits in der Einleitung erwähnt, besteht der DFA aus 16 einzelnen Titeln auf über 800 Seiten mit den wesentlichen Themen der Herstellung der Finanzmarktstabilität, der Schaffung neuer Aufsichtsbehörden, der Regulierung von Private Equity Fonds und nicht zuletzt dem Erlass neuer Aufsichts- und Regulierungsvorschriften beim Handel mit OTC-Derivaten.

Der Inhalt des folgenden Abschnitts 4 beschränkt sich auf die Anforderungen des Title VII mit dem offiziellen Titel „Wall Street Transparency and Accountability“ im Rahmen eines groben Überblicks, insbesondere im Hinblick auf extraterritoriale Auswirkungen auf europäische Institute und deren Geschäftsbeziehungen mit amerikanischen Kontrahenten.⁷³ Das Ziel ist es dabei die wesentlichen Grundlagen darzustellen, um in einer vergleichenden Analyse zum europäischen Pendant anzuknüpfen. Dazu werden zunächst, analog zu den EMIR-Darstellungen, die relevanten Produktkategorien und die betroffenen Marktteilnehmer beschrieben.

4.1 Allgemeine Grundlagen

„An Act to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.“⁷⁴

Dieses Vorwort des offiziellen Gesetzes zeigt eingehend, welchen Zweck der US-amerikanische Kongress verfolgt. Analog zur EMIR-Verordnung soll die

⁷² Vgl. Paletta (2010): It Has A Name: The Dodd/Frank Act, in: The Wall Street Journal, (siehe Internetverzeichnis).

⁷³ Vgl. DFA (2010), Public Law 111-203, (siehe Internetverzeichnis).

⁷⁴ DFA (2010), Public Law 111-203, Vorwort, (siehe Internetverzeichnis).

Transparenz des gesamten Finanzsektors gefördert und systemische Risiken reduziert werden. Dies wird besonders deutlich, wenn es heißt: „... to end „too big to fail“ Große und vor allem mächtige Finanzinstitute rücken verstärkt in den Fokus der Regulierung und sollen zukünftig nur limitierte Derivate-Geschäfte abschließen dürfen, bei denen sie ihren Zahlungsverpflichtungen stets nachkommen können. Wie dies im Einzelnen ausgestaltet ist, wird im Verlauf dieses Abschnitts beschrieben.

Der Dodd-Frank Act ist in seiner kompletten Ausgestaltung formal ein Rahmenwerk und definiert die Mindestanforderungen an die Marktteilnehmer. Anders als in Europa werden die Spezifikationen nicht in erweiterten Durchführungsverordnungen zusammengefasst, sondern die finalen Bestimmungen im Federal Register publiziert. Die einzelnen Inhalte sind häufig schwer nachzuvollziehen, da mehrere Veröffentlichungen auf mehrere bestehende Publikationen referenzieren.

Der DFA verwendet an Stelle des allgemeinen Begriffs eines Derivats, konkret den Begriff „Swap“. Darüber hinaus wird eine weitere Unterkategorie mit der Bezeichnung „Security-based swap“ eingeführt. Daraus lässt sich ableiten, dass das Spektrum der betroffenen Produkte genau definiert ist und der Rahmen der umzusetzenden Pflichten vorgegeben ist. Der inhaltliche Anwendungsbereich des Produktkatalogs obliegt, wie bei der EMIR, den lokalen Aufsichtsbehörden. Die zuständigen Behörden für die Ausarbeitung der regulatorischen Standards sind:

- **Commodity Futures Trading Commission (CFTC)** zuständig für Swaps
- **Securities and Exchange Commission (SEC)** zuständig für Security-Based Swaps⁷⁵

Welche Produkte in welche Kategorie fallen, zeigt auszugsweise folgende Tabelle:

⁷⁵ Vgl. DFA (2010), Public Law 111-203, Title VII Subtitle A Section 712 und Subtitle B Section 761, (siehe Internetverzeichnis).

Swap		Security-based swap	
Rate Swap	<ul style="list-style-type: none"> • Interest Rate Swap • IR option (caps, floors) • Forward Rate Agreements • Swaptions • FX Options, Currency Swaps, NDFs 	Security-based credit Swap	<ul style="list-style-type: none"> • Cash settled CDS on narrow-based security index • CDS on a single security • Single-Name Equity Swap
Credit Swap	<ul style="list-style-type: none"> • Cash settled CDS on broad-based security or loans 	Other security-based Swap	<ul style="list-style-type: none"> • Delta 1 equity swap on a single security or narrow-based equity security index
Equity Swap	<ul style="list-style-type: none"> • Delta 1 equity swap on broad-based equity securities 		
Commodity Swap	<ul style="list-style-type: none"> • Metal swap • Energy swap • Weather swap 		

Tabelle 6: Übersicht der betroffenen Produkte: Ein Auszug

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an DFA (2010), Public Law 111-203, Section 721 (47) i und Section 761 (3) ff und Morrison and Foerster (2010), S. 11f, (siehe Internetverzeichnis).

Aus dieser Auflistung ist abzuleiten, dass der Begriff „Swap“ relativ weit definiert ist und auch andere Derivate, wie Caps und Floors, mit einschließt. Hingegen fallen unter „security-based-swaps“ alle Produkte, die auf Kredite, Wertpapiere und kleine Indices verbrieft sind. Demnach sind u.a. folgende Produkte nicht in einer der beiden Definitionen enthalten:

- Aktienoptionen
- Waretermingeschäfte (Spot FX)
- Physisch gelieferte Rohstoff-Geschäfte

Nachdem das grobe Produktspektrum definiert ist, bleibt die Frage der betroffenen Marktteilnehmer zu klären.

Vor dem Hintergrund des Adressenausfallrisikos und der damit einhergehenden Systemrelevanz von Finanzinstituten werden die Marktteilnehmer auf Basis ihrer Bedeutung für den Derivatemarkt in eine der drei folgenden Kategorien eingeordnet⁷⁶ und dahingehend mit unterschiedlich hohen Pflichten belegt:

- Swap Dealer (SD)
- Major Swap Participant (MSP)
- (Financial) End-User

⁷⁶ EMIR hingegen klassifiziert die Marktteilnehmer in Finanz- und Nicht-Finanzinstitute.

Hierbei sei erwähnt, dass es zusätzliche Unterkategorien hinsichtlich security-based-swaps gibt. Kontrahenten, die ausschließlich diese Art von Geschäften handeln, werden in security-based swap dealer und major security-based swap participants eingeteilt.⁷⁷ Zum allgemeinen Verständnis ist es jedoch ausreichend, wenn die Handelsparteien von Swaps erläutert werden.

Die größten Herausforderungen und Pflichten haben SD und MSP. Diese sind als US Personen oder als Non-US Personen möglich.

Der Begriff **US Person** umfasst im Rahmen der Cross-Border-Guidance folgende Rollen:

- Natürliche Personen der USA
- Gesellschaft oder Unternehmen in den USA, das amerikanischem Recht untersteht, bzw. in den USA seine Geschäftstätigkeit vollzieht
- Niederlassungen eines Instituts aus den USA
- Tochterunternehmen eines Instituts mit Garantien einer US Person
- Fonds zählen als US-Person, falls die Mehrheit im Besitz von US-Investoren ist⁷⁸

Die Bedingungen für die Einstufung in eine der drei Kategorien (SD, MSP, (Financial) End-User) werden im Folgenden separat dargestellt.

Swap Dealer

Die allgemeinen Bestimmungen geben sowohl qualitative als auch quantitative Bestimmungen für einen Swap Dealer wieder. Die folgenden **qualitativen** Merkmale charakterisieren einen Swap Dealer:

- Öffentliches Auftreten als Dealer am Markt
- Regelmäßiger Abschluss von Swaps im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit
- Quotierung von Swaps und Veröffentlichung von Swap-Sätzen

⁷⁷ Vgl. DFA (2010), Public Law 111-203, Section 761, (siehe Internetverzeichnis).

⁷⁸ Vgl. Federal Register (2012 a), No. 134, Part II B, erster Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

Für die **quantitative** Beurteilung sind folgende Größen zu berücksichtigen:

- Aggregation der Nominalwerte des Neugeschäfts seit dem 12. Oktober 2012 kumulativ im 12 Monats-Horizont mit US Personen
- Wird dabei die Schwelle von 8 Mrd. USD überschritten, besteht eine Registrierungspflicht als SD bei der CFTC⁷⁹

Eine Senkung der Schwelle in den nächsten fünf Jahren auf voraussichtlich 3 Mrd. USD wird aktuell diskutiert und gilt als wahrscheinlich.

Major Swap Participant

Ein Major Swap Participant ist ein bedeutender Marktteilnehmer auf dem Derivatemarkt, jedoch nicht so substanziell wie Swap Dealer. Die wesentlichen Parameter zur Einschätzung des eigenen Status sind die folgenden:

- Es erfolgt eine Aggregation der negativen Marktwerte pro Rahmenvereinbarung mit anderen Kontrahenten und pro Asset-Klasse des aktuellen Bestands
- Dabei werden evtl. gestellte Sicherheiten risikomindernd angerechnet und nicht in die Schwellenwertberechnung einbezogen
- Asset-Klassen spezifische Schwellenwerte sind:
 - Zinsderivate: 3 Mrd. USD
 - FX-, Aktien-, Commodity-, Kredit- Derivate jeweils 1 Mrd. USD⁸⁰

(Financial) End-User

Sofern weder die Bedingungen zum SD noch des MSP erfüllt werden, hat ein Institut die Rolle eines End-Users. Es ist keine Registrierung erforderlich. In diese Kategorie gehören kleinere US-Banken und vorwiegend europäische Institute, wie

⁷⁹ Vgl. Federal Register (2012 b), No. 100, Part II, 4c, Phase-In Procedure, zweiter Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

⁸⁰ Vgl. Federal Register (2012 b), No. 100, Part IV, B.1., Proposed Approach, mittlerer Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

ein Großteil der deutschen Landesbanken. Aber auch Nicht-Finanzinstitute werden in diese Kategorie eingestuft.

Die Rolle der Marktteilnehmer ist relevant für den Handel untereinander, da insgesamt ein großes Interesse an einer offiziellen Liste besteht. Die CFTC hat zu diesem Zweck ein offizielles Swap Dealer- bzw. Major Swap Participant-Register aufgesetzt, auf das jeder Marktteilnehmer einen Zugang beantragen kann bzw. die registrierten Institute publiziert sind. Momentan sind mehr als 100 Swap Dealer registriert. Darunter sind Großbanken, wie Morgan Stanley und Citibank, aber auch die Deutsche Bank und die Commerzbank als Swap Dealer am Derivatemarkt aktiv. Hingegen sind lediglich zwei Major Swap Participants gemeldet.⁸¹ Die Relevanz des jeweiligen Status wird in Auszügen in den folgenden Gliederungspunkten dargestellt.

4.2 Extraterritoriale Auswirkungen für Nicht-US Marktteilnehmer

Da die Anforderungen aus dem Dodd-Frank Act auf eine globale Initiative zurückgehen, wird eine Anerkennung des Aufsichtsrechts anderer Jurisdiktionen nicht ausgeschlossen. Die CFTC hat ihre Anforderungen konzeptionell in Transaktions-basierte Pflichten und Kontrahenten-basierte Pflichten kategorisiert. Diese Unterteilung wird hier aufgegriffen. Die Kontrahenten-basierten Pflichten (Entity-basierte Pflichten) sind Anforderungen, die an einen gesamten Konzern bzw. das gesamte Institut (alle Swaps, unabhängig von Ort und Kontrahent) gestellt werden. Sie gelten zunächst nur für SD und MSP. Die transaktionsbasierten Aspekte gelten grundsätzlich für jedes einzelne Geschäft im Handel mit US-Personen. Es ist jedoch zu beachten, dass sich die dargestellten Einteilungen in Zukunft ändern können und sich somit der Teil der Betroffenen erweitern kann.⁸²

Die folgende Tabelle 7 zeigt beispielhaft einige der sicher zu stellenden Forderungen:

⁸¹ Vgl. CFTC (2014), Provisionally Registered Swap Dealers und Provisionally Registered Major Swap Participants, Auflistung SP und MSP im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

⁸² Vgl. Federal Register (2013 a), No. 140, Part III E, erster Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

Entity-basierte Anforderungen	Transaktions-basierte Anforderungen
Registrierungspflicht	Clearingpflicht
Anforderung an das Eigenkapital	Elektronische Handelspflicht für Clearing-Geschäfte
Anforderungen an das Risiko Management	Portfolio-Reconciliation
Verantwortlicher für die Revision	Portfolio-Compression
Sicherstellung einer Derivate-Historie	Tägliche Handels-Historie
Derivate-Meldung an ein Transaktionsregister	Besicherungspflicht

Tabelle 7: Überblick der Entity-basierten und Transaktions-basierten Pflichten

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Federal Register (2013 a), No 140, Part III E, (siehe Internetverzeichnis).

Non-US SD und Non-US MSP müssen grundsätzlich die unternehmensbezogenen Anforderungen erfüllen. Die CFTC geht dabei davon aus, dass Non-US SD oder Non-US MSP den Hauptteil ihres eigenen Geschäfts in der eigenen Jurisdiktion (z.B. in Europa) haben. Aus diesem Grund werden die Entity-Level-basierten Pflichten lokaler Regularien voraussichtlich anerkannt (**Substituted Compliance**). Das heißt, ist ein Unternehmen beispielsweise EMIR-konform, so kann nach einer eingehenden Prüfung davon ausgegangen werden, dass die Regularien des DFA damit abgedeckt sind.

Weiterhin bleiben für alle verbleibenden Marktteilnehmer (Non-US SD/MSP und Non-US Financial End-User) die transaktions-basierten Umsetzungspflichten bestehen. Die transaktions-basierten Verpflichtungen sind im Handel mit US Personen grundsätzlich zu erfüllen. Dabei ist eine Anerkennung bei Transaktionen mit Niederlassungen und durch US Personen garantierte Nicht-US Personen in gewissen, noch zu definierenden Punkten, voraussichtlich möglich. Zum Zeitpunkt des Abschlusses dieser Untersuchung im Sommer 2014 lagen weitergehende Informationen nicht vor, so dass auf die finalen Bestimmungen verwiesen werden muss. Dies wird sicherlich erst mit dem verpflichtenden Clearing im europäischen Raum in Form eines Rundschreibens im Federal Register erfolgen.

4.3 Ausgewählte Pflichten aus dem Title VII des Dodd-Frank Act

Bevor auf die inhaltlichen Komponenten des DFA näher eingegangen wird, wird kurz das weitere Vorgehen skizziert. Anders als bei der EMIR sind die im Folgenden beschriebenen Pflichten bereits im Markt etabliert. Daher erscheint es nicht sinnvoll, eine historische Abhandlung der Ereignisse voranzustellen, sondern das jeweilige Inkrafttreten der einzelnen Bestandteile in dem dafür spezifischen Abschnitt vorzustellen. Vorteil dieses Vorgehens ist, dass die Informationen klar voneinander getrennt vorliegen und damit die hohe Komplexität der Anforderungen beherrschbar machen.

4.3.1 Derivatehandel an registrierten Handelsplattformen

Zunächst werden die grundlegenden Eckpfeiler hinreichend beschrieben, so dass anschließend die Darstellung der Umsetzung der zentralen Clearingpflicht als eine der Transaktions-basierten Anforderungen erfolgt.

Grundsätzlich lehnt sich die Teilnahme am zentralen Clearing von OTC-Derivaten den prozessualen Möglichkeiten, direkt oder indirekt, der EMIR-Verordnung an. Daher wird auf die einzelnen Optionen nicht erneut eingegangen und auf den Gliederungspunkt 3.1 verwiesen.

Gemäß der Vorschriften im Title VII des DFA müssen alle außerbörslichen Swaps (nicht Derivate allgemein) über eine so genannte *Derivatives Clearing Organizations (DCO)* abgeschlossen werden. Diese DCO's sind anerkannte zentrale Gegenparteien und stellen eine Plattform zur Verfügung, um die Abwicklung von Swap-Geschäften zu überwachen. Bekannte DCO's sind die LCH.Clearnet, die CME Group und die ICE Clear Credit.⁸³ Die Autorisierung dieser zentralen Gegenparteien erfolgt durch einen Antrag an die CFTC bzw. SEC. Laut der LCH.Clearnet sind die Grundkriterien für ein positives Votum u.a. segregierte Konten und die Fähigkeit, die von der CFTC oder SEC als clearingpflichtig definierten Swapkategorien abwickeln zu können. Zusammengefasst müssen diese beiden Voraussetzungen - ein Swap wird von

⁸³ Vgl. Federal Register (2012 c), No 240, Part II, III und IV, (siehe Internetverzeichnis).

einer DCO akzeptiert und die Autoritäten haben das Produkt und die DCO als clearingpflichtig eingestuft - erfüllt sein, dass ein Geschäft gecleart werden muss. Auch müssen beide Kontrahenten, wovon mindestens eine Adresse ihren Sitz in den USA hat, in den Rahmen der Clearingpflicht fallen und es darf keine Ausnahmeregelung angewendet werden.

Die amerikanische Gesetzgebung ist in der inhaltlichen Umsetzung bereits vorangeschritten. Seit dem 13. Dezember 2012 unterliegen die ersten standardisierten Produkte der Clearingpflicht. Dazu zählen im ersten Schritt einfache Strukturen von Zins- und Kreditderivaten.⁸⁴ In der Publikation im Federal Register heißt es ferner: „ ... a market participant defined as a Category 1 Entity will have 90 days to comply, a Category 2 Entity will have 180 days, and all others will have 270 days ...“⁸⁵ Um den Markt nicht zu überfordern, hat die CFTC in ihren finalen Ausführungsbestimmungen vom Juli 2012 das tatsächliche Inkrafttreten in verschiedene Einföhrungsszenarien gegliedert. Je nach gehandeltem Volumen und Status des Marktteilnehmers werden die Marktteilnehmer in drei Kategorien eingeteilt. Zur Kategorie 1 gehören im Wesentlichen alle SD und MSP. Die zweite Kategorie bilden alle anderen Finanzinstitute, Hedgefonds und Rohstoffhändler. Alle übrigen Unternehmen, die der Clearingpflicht unterliegen, sind in der Gruppe 3 zusammengefasst. Darunter fallen beispielsweise Kontrahenten, die in einem 3-Parteien-Geschäft⁸⁶ involviert sind oder ausschließlich Brokerage-Geschäft betreiben.⁸⁷ In einer weiteren, konkretisierten Veröffentlichung wurden zu den bereits gebildeten Gruppen die spezifischen Übergangsphasen datiert. Am 11. März 2013 trat die Clearingpflicht für Kontrahenten der Kategorie 1 in Kraft.⁸⁸ Ab diesem Zeitpunkt galt die 90-tägige Frist zur finalen Abwicklung clearingpflichtiger Produkte. Die Einhaltung der Frist wird von der CFTC bzw. SEC anhand von Stichproben kontrolliert. Die Unternehmen der Kategorie 2 mussten die Anforderung ab dem 10. Juni 2013 verpflichtend umsetzen.⁸⁹ Alle weiteren Marktteilnehmer hatten den 09. September 2013 als finalen Zieltermin mit einer

⁸⁴ Vgl. Federal Register (2012 c), No 240, Part II, III und IV, (siehe Internetverzeichnis).

⁸⁵ Federal Register (2012 d), No 146, Part II No 3, (siehe Internetverzeichnis).

⁸⁶ Ein Tri-Party Geschäft ist besser bekannt als Repo-Geschäft.

⁸⁷ Vgl. Federal Register (2012 d), No 146, Part II, No 3, (siehe Internetverzeichnis).

⁸⁸ Vgl. Federal Register (2012 c), No 240, Part IV, mittlerer Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

⁸⁹ Vgl. Ebenda.

Übergangsperiode von 270 Tagen.⁹⁰ Mittlerweile unterliegen deutlich mehr Swap-Produkte der Clearingpflicht als zu Beginn. Neben den Standardprodukten sind im weiteren Verlauf auch Geschäfte auf Indices hinzugekommen. Bis zum jetzigen Zeitpunkt sind Währungsswaps und Aktienswaps in den USA von der Clearingpflicht ausgenommen. Es ist jedoch anzunehmen, dass auch diese Assetklassen zukünftig stärker reguliert werden.

Im oberen Teil des Kapitels wurden bereits mögliche Ausnahmeregelungen angesprochen. Ausschließlich Nicht-finanzielle Gegenparteien können eine Ausnahme von der Clearingpflicht nutzen, wenn das zugrunde liegende Geschäft nachweislich als Absicherungsgeschäft des eigenen wirtschaftlichen Risikos deklariert werden kann. Es werden keine Schwellenwerte berücksichtigt. Diese Ausnahme ist bei der CFTC anzumelden und muss pro Geschäftsabschluss jeweils erneut erfolgen.⁹¹ Erfolgt beispielhaft ein Geschäft eines SD mit einem End-User, so hat der SD zu überprüfen, ob die beschriebenen Voraussetzungen für eine Ausnahme vorliegen. Bislang noch offen sind die Auswirkungen, wenn nur einer der beiden Kontrahenten der Clearingpflicht unterliegt. Da diese Geschäfte an ein Register gemeldet werden müssen, kann unter diesen Umständen ein Abgleich der Geschäfte nicht stattfinden und der Transparenzansatz ist ausgehebelt. Die Financial End User unterliegen der allgemeinen Clearingpflicht. Jedoch nur, wenn einer der Kontrahenten eine US-Person ist. Hat z.B. eine deutsche Landesbank den Status eines End-Users, so darf sie beispielsweise nicht mit der US-amerikanischen Adresse Barclays Capital kontrahieren, um der Clearingpflicht zu entgehen. Mit dem Tochterunternehmen, Barclays Capital London, welches ihren Sitz in Europa hat, dürfte die Landesbank hingegen Geschäfte tätigen.⁹² In diesem Fall unterliegt sie der EMIR-Verordnung, muss sich jedoch nicht für den US-amerikanischen Raum registrieren lassen und Kosten dafür aufwenden.

Auch Geschäfte zwischen zwei US-Tochterunternehmen des gleichen Mutterkonzerns sind unter bestimmten Umständen von der Clearingpflicht befreit. Auf diese Ausnahme wird nicht weiter eingegangen und auf die Veröffentlichung

⁹⁰ Vgl. Vgl. Federal Register (2012 c), No 240, Part IV, mittlerer Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

⁹¹ Vgl. Federal Register (2012 d), No 146, Part II, G 5, letzter Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

⁹² Vgl. Federal Register (2012 e), No 139, Part II, kompletter Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

im Federal Register mit dem Titel: „Clearing Exemption for Swaps Between Certain Affiliated Entities“ verwiesen.

Eine zusätzliche Anforderung, die im Zusammenhang mit der Clearingpflicht steht ist, dass alle clearingfähigen Swaps über einen regulierten Markt und regulierte Handelssysteme abgeschlossen werden müssen. Dazu gibt es aktuell zwei Möglichkeiten. Zum einen kann das Geschäft über einen *Designated Contract Market (DCM)* oder über eine *Swap Execution Facility (SEF)*⁹³ gehandelt werden.⁹⁴ Eventuelle Ausnahmeregelungen sind äquivalent zu den Regelungen der Clearingpflicht. Gilt die Ausnahme, so entsteht keine Pflicht zum Handel an einem regulierten Markt.

4.3.2 Meldepflichten der Marktakteure

Unabhängig davon, ob ein Swap-Geschäft der Clearingpflicht unterliegt oder nicht, müssen alle kontrahierten Verträge an *Swap Data Repositories (SDR)* gemeldet werden. Eine Liste der qualifizierten Transaktionsregister ist der Arbeit in der Anlage 4 beigefügt. Dabei meldet pro Geschäftsabschluss nur eine Partei die Daten an das SDR. Diese meldende Partei wird als *Reporting Party* bezeichnet. Grundsätzlich werden Swaps, die der Clearingpflicht unterliegen, von den Clearinghäusern unter Angabe der involvierten Kontrahenten an die Transaktionsregister gemeldet. Bei ungeclearten Geschäften hängt die Bestimmung der Reporting Party vom jeweiligen Status ab. Dabei gilt im Markt generell folgende hierarchische Gleichung:

DCO > SD > MSP > US-person > alle anderen

Die Marktteilnehmer müssen zwei wesentliche Datentypen melden. Auf der einen Seite sind dies *Creation Data* und auf der anderen Seite *Continuation Data*. Bei den Creation Data handelt es sich um ökonomische Details (u.a. Nominal, Zinssatz, Tagezählweise, Bestätigungsform), die bereits bei Geschäftsabschluss gemeldet werden müssen. Die grundlegenden Inhalte der Continuation Data

⁹³ DCM ist vergleichbar mit Multilateral Trading Facilities (MTF) und SEF's sind vergleichbar mit Organized Trading Facilities (OTF), (siehe Gliederungspunkt 2.1).

⁹⁴ Vgl. DFA (2010), Public Law 111-203, Sec. 723, (B) ii, letzter Abschnitt im Hauptframe, (siehe Internetverzeichnis).

beschreiben den Kontrahenten des Geschäfts und alle zum Lebenszyklus gehörenden Marktoperationen, wie Übertragungen (Novationen) oder vorzeitige Schließungen.⁹⁵ Zum exakten Umfang der Meldung ist keine Aussage zu finden gewesen. Nach dem Dodd-Frank Act besteht ausschließlich für registrierte Swap Dealer und Major Swap Participants eine Pflicht zur Echtzeit-Meldung der geforderten Creation Data. Die offizielle Terminologie dafür ist das *Real-Time Reporting*. Anders als in der europäischen Regulatorik besteht hier nicht die Möglichkeit, alle zum gesamten Lebenszyklus gehörenden Maßnahmen am Ende des Tages respektive zum Beginn des folgenden Tages an das Transaktionsregister zu senden. Die CFTC schreibt vor, dass das Geschäft spätestens 30 Minuten nach Geschäftsabschluss an das Register gemeldet werden muss.⁹⁶ Jedoch gelten die generellen Meldepflichten dann, wenn der Kontrahent kein Swap Dealer oder Major Swap Participant ist, da in diesem Fall obige Gleichung eintritt. Ist der Kontrahent ebenfalls ein End-User, so ist eine Absprache, wer die Meldepflicht an das Transaktionsregister erfüllt, bilateral vorzunehmen. Eine Real-Time-Reporting-Pflicht besteht für End-User nicht. Ist eine Partei ein Non-US End-User, hat immer die US-Person die Meldepflicht zu erfüllen. Die Marktteilnehmer haben jedoch die Möglichkeit, die Durchführung der Meldung zu delegieren. Dies kann entweder an den direkten Kontrahenten oder an eine geeignete dritte Partei erfolgen.

Ähnlich dem Vorgehen beim zentralen Clearing wurden die Meldepflichten phasenweise statusabhängig eingeführt. Zum 12. Oktober 2012 wurde die Meldepflicht für Derivatives Clearing Organizations (DCO's) in den Produktkategorien Zins- und Kreditderivate eingeführt.⁹⁷ Fast genau drei Monate später zum 10. Januar 2013 erweiterte die CFTC den Rahmen der Meldepflichtigen um SD und MSP. Parallel wurden die Assetklassen Aktien, Währungen und Rohstoffe meldepflichtig.⁹⁸ Weitere 90 Tage danach, zum 10. April 2013, kamen in der nächsten Phase sukzessive alle anderen finanziellen US-Kontrahenten in der beschriebenen Produktreihenfolge hinzu. Die letzte Tranche dieser Phase wurde am 29. Mai 2013 ebenfalls mit Aktien-, Währungs-

⁹⁵ Vgl. Federal Register (2012 f), No 170, Part II, B.2, Confirmation of Data Accuracy, erster Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

⁹⁶ Vgl. ebenda, Part I, A, Overview, mittlerer Abschnitt im Hauptframe, (siehe Internetverzeichnis).

⁹⁷ Vgl. Deloitte (2012), mittlerer Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

⁹⁸ Vgl. ebenda.

und Rohstoffderivaten eingeführt. In der Zeit vom 01. Juli 2013 bis zum 19. August 2013 fielen zudem Nicht-Finanzinstitute in den Rahmen der meldepflichtigen Kontrahenten und komplettierten die verpflichtende Meldung an ein Transaktionsregister.⁹⁹ Aufgrund der einseitigen Meldeverpflichtung ist dieses Szenario jedoch de facto irrelevant, da die Meldepflicht zu einem Großteil von den finanziellen Gegenparteien übernommen wird.

Im Dodd-Frank Act werden universelle Codes zur Identifizierung von Geschäften gefordert. Analog der EMIR sind dies:

- *der Legal Entity Identifier (LEI)*
- *der Unique Swap Identifier und (USI) und*
- *der Unique Product Identifier (UPI)*

Es wird exemplarisch auf den **Unique Swap Identifier** näher eingegangen, da dieser Schlüssel den Transparenzansatz am deutlichsten darstellt.

Die Generierung des USI stellt eine große Herausforderung dar. Zielsetzungen hierbei sind eine Zusammenstellung und einen Vergleich der Daten zwischen den verschiedenen Transaktionsregistern zu ermöglichen. Die Interoperabilität zwischen den Transaktionsregistern und den Aufsichtsbehörden steht zum aktuellen Zeitpunkt noch aus. Die Verantwortung zur Erstellung des USI wird den handelnden Gegenparteien möglichst bei Geschäftsabschluss zugeschrieben.

Grundsätzlich hängt die Generierung des USI von dem Handelsweg¹⁰⁰ ab, über den das Derivat abgeschlossen wurde. Durch die unterschiedlichen Wege erscheint es nahezu unmöglich, ein einheitliches Aufsetzen zu verfolgen. Folgend wird ein kurzer Einblick gegeben, wie die Prozesse der USI-Generierung vorgesehen sind.

Einen charmanten Weg unter den Generierungsmöglichkeiten bietet der Geschäftsabschluss auf einer Börse oder elektronischen Handelsplattform, wie beispielsweise über Bloomberg oder Reuters. Die Generierung erfolgt frühestmöglich direkt bei der Eingabe des Geschäftes. Der USI stimmt eindeutig zwischen den Gegenparteien überein und kann sofort final an das Transaktionsregister gemeldet werden. Wenn weder beim Geschäftsabschluss

⁹⁹ Vgl. CFTC (2013), CFTC Letter No. 13-10, S. 5f, (siehe Internetverzeichnis).

¹⁰⁰ Bilateral ("Over the counter"), über eine CCP oder börsengehandelt.

auf einem regulierten Markt noch auf einer Middle Ware eine zentrale USI-Vergabe erfolgt ist, muss der Schlüssel durch den Austausch von physischen Bestätigungen zwischen der Kontrahenten abgestimmt werden. Als Referenz gilt dann der eigens generierte Schlüssel.

Die grundsätzlichen Prinzipien zum Aufbau lehnen sich an die Vorgaben der ISDA an, welche im europäischen Raum zur Generierung der dort geforderten UTI's¹⁰¹ analog angewandt werden. Demnach soll sich der USI aus zwei Bestandteilen zusammensetzen:

USI-Präfix (1.)	Transaktions-Identifikationsnummer (2.)
-----------------	---

Im US-amerikanischen Raum bestehen die Präfixe zusätzlich aus einer dreistelligen Vorwahl, welche von der CFTC zentral vergeben werden, gefolgt von einer siebenstelligen ID, die auf Anfrage ebenfalls von der CFTC bereitgestellt wird.¹⁰²

Hinsichtlich der Transaktionsnummer gibt es derzeit keine vorgegebene Taxonomie durch die ISDA. Um die Eindeutigkeit der Nummer zu gewährleisten, könnte sich diese aus dem Datum der USI-Vergabe und einer zehnstelligen fortlaufenden Nummer, welche die Anzahl der Geschäfte simuliert, zusammensetzen. Diese Nummer müsste aber täglich wieder neu bei 0000000001 starten.

4.3.3 Grundanforderungen nicht zentral geclearter Kontrakte

Neben der Clearingpflicht für definierte Swaps und Security-based Swaps zählen die Risikominderungstechniken zu den weiteren Transaktions-basierten Pflichten, welche die Marktteilnehmer für jedes einzelne Geschäft im Title VII des DFA umsetzen müssen. Inhaltlich werden nahezu die gleichen Inhalte an risikoreduzierenden Verfahren und Prozessen gestellt, wie in der EMIR unter Gliederungspunkt 3.3 beschrieben wurden. Eine Ausnahme stellt die tägliche Bewertung dar, da diese nicht geregelt ist. Es wird daher auf eine nochmalige Darstellung der einzelnen Anforderungen verzichtet und eine kurze

¹⁰¹ Unique Trade Identifier

¹⁰² Vgl. ISDA (2013), mittlerer Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

Zusammenfassung der Pflichten gegeben. Die Anforderungen sind ausschließlich an Einzelgeschäfte gerichtet, die nicht über einen regulierten Markt (SEF oder DCM) abgeschlossen wurden.

Im Federal Register No. 176 mit dem Titel „Confirmation, Portfolio Reconciliation, Portfolio Compression, and Swap Trading Relationship Documentation Requirements for Swap Dealers and Major Swap Participants“ werden die Anforderungen dargestellt. Allein aus dem Titel ist bereits zu erkennen, dass die Risikominderungstechniken ausschließlich für Swap Dealer und Major Swap Participants gelten. Die End User haben in diesem Zusammenhang zwar Mitwirkungspflichten, müssen jedoch keine Prozesse und Verfahren in ihren Unternehmen etablieren und diese auf Anfrage der lokalen Aufsichtsbehörden vorlegen können.

Die verpflichtenden Risikominderungstechniken wurden ebenfalls etappenweise eingeführt. Die *Trade Confirmation* wurde zum 01. Mai 2013 verpflichtend.¹⁰³ Nach einer Verschiebung von drei Monaten durch die CFTC wurden die *Portfolio Reconciliation*, die *Portfolio Compression* und die *Swap Trading Relationship Documentation (Streitbeilegungsverfahren)* zum 01. Juli 2013 umgesetzt, da die Anforderungen einen höheren Komplexitätsgrad im Gegensatz zu der bereits etablierten elektronischen Bestätigung haben.¹⁰⁴

Bei der Geschäftsbestätigung müssen alle Transaktionen zwischen SD/MSP und anderen SD/MSP elektronisch bestätigt werden. Dies muss direkt bei Abschluss des Geschäfts, spätestens jedoch bis zum nächsten Bankarbeitstag erfolgen. Es gelten die relevanten Fristen und Stichtage, wie in Gliederungspunkt 3.3 beschrieben. Wird ein Geschäft zwischen SD/MSP und anderen Kontrahenten abgeschlossen, so sind SD/MSP verpflichtet, dem oder den Anderen eine Bestätigung auf elektronischem Wege zukommen zu lassen. Für beide Varianten müssen interne Richtlinien und Prozesse aufgenommen sein, so dass eine Bestätigung zu den geforderten Fristen sichergestellt ist.¹⁰⁵

¹⁰³ Vgl. Deutsche Bank (2013), Dodd Frank Resource Centre, mittlerer Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

¹⁰⁴ Vgl. Federal Register (2013 b), No 1, Part II, letzter Abschnitt im Hauptframe (siehe Internetverzeichnis).

¹⁰⁵ Vgl. Federal Register (2012 g), No 176, Part 23, § 23.501 (siehe Internetverzeichnis).

SD und MSP müssen bei der Reconciliation in Abhängigkeit der Größe des Swapportfolios ihren Bestand abgleichen. Dies muss je nach Größe innerhalb definierter Mindestfrequenzen erfolgen und kann sowohl bilateral zwischen den Parteien als auch durch einen qualifizierten Dritten unterstützt erfolgen. Speziell im US-amerikanischen Markt ist der Service von TriOptima bereits etabliert und wird von den Großbanken genutzt. Identifizierte Differenzen müssen innerhalb von fünf Arbeitstagen behoben sein. Auch dafür sind Richtlinien und Prozesse aufzusetzen und zusätzlich eine Historie vorzuhalten.¹⁰⁶

Zur Reduzierung der Risiken innerhalb des Swapportfolios muss für nicht zentral geclearte Produkte durch SD/MSP eine periodische Prüfung einer möglichen Komprimierung bestimmter Geschäfte erfolgen. Dazu gibt es die Möglichkeit, ein oder mehrere Geschäfte mit gegenläufigen ökonomischen Parametern abzuschließen, so dass sich die jeweiligen Marktwerte gegeneinander aufheben und ein Marktwert von Null entsteht. Dies kann auch portfolioübergreifend durchgeführt werden. Der qualifizierte Service von TriReduce bietet dafür eine systemseitige Unterstützung bei der Analyse und Durchführung potenzieller Gegengeschäfte.¹⁰⁷

Die Swap Trading Relationship Documentation von SD/MSP muss mindestens die Parteien enthalten, mit denen nicht geclearte Geschäfte abgeschlossen werden. Darüber hinaus sind Prozesse und Richtlinien zu vereinbaren welche Eskalationsstufen bei aufgetretenen Streitigkeiten eingehalten werden müssen. In dieser Dokumentation sind zudem Toleranzgrenzen zu vereinbaren. Dies ist besonders wichtig für den Portfolioabgleich, da ein wesentlicher Bestandteil in dem Abgleich der Marktwerte liegt. Eine Marktwertdifferenz von ca. 10 % kann gemäß Vereinbarung noch im Toleranzbereich liegen. Ansonsten müssten die formalen Prozesse der Klärung eingeleitet werden. Diese Dokumentation muss den anderen Parteien zur Verfügung gestellt werden.¹⁰⁸

¹⁰⁶ Vgl. . Federal Register (2012 g), No 176, Part 23, § 23.502 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁰⁷ Vgl. Federal Register (2012), No 176, Part 23, § 23.503, (siehe Internetverzeichnis).

¹⁰⁸ Vgl. ebenda, § 23.504.

5. Vergleichende Analyse der europäischen und amerikanischen Derivate-Regulierungen

Bevor die zu vergleichenden Kriterien im Gliederungspunkt 5.1 abgeleitet werden, werden einige wesentliche übergreifende Unterschiede beider Regularien kurz vorangestellt. Obwohl sich die beiden Regelwerke in vielen Punkten ähneln, gibt es teilweise unterschiedliche Ansätze, die sich speziell im internationalen Vergleich auswirken.

Betrachtet man den Zeitrahmen beider Rechtssysteme so ist deutlich, dass der Dodd-Frank Act mit seinen gesamten Vorschriften bereits größtenteils 2013 in Kraft getreten ist. Die Clearingpflicht von standardisierten Swaps sowie die Meldepflicht jeder Transaktion wurden phasenweise bereits seit Dezember 2012 in den amerikanischen Kapitalmarkt eingeführt. Das europäische Pendant hingegen befindet sich mit seinen finalen technischen Ausführungsbestimmungen zur Definition der zentralen Clearingpflicht noch in der Konsultationsphase. Das Clearing von OTC-Derivaten auf regulierten Märkten wird voraussichtlich nicht vor Mitte des Jahres 2015 vollumfänglich umsetzungspflichtig.

Aus dem Unterschied des zeitlichen Inkrafttretens ist ein weiteres Merkmal im sachlichen Anwendungsbereich zu erkennen. Während bei der EMIR-Verordnung alle OTC gehandelten Derivate berücksichtigt werden, ist der DFA ausschließlich auf von der CFTC und der SEC definierte Swaps fokussiert. Das Spektrum der zu regulierenden Produkte ist folglich in den USA enger gefasst als in Europa, wobei ein Swap in diesem Kontext deutlich weiter gefasst wird als allgemein in Europa üblich ist.

Eine weitere Divergenz ergibt sich aus der Behandlung von Nicht-finanziellen Gegenparteien. Diese unterliegen in Europa keiner Clearingpflicht, solange ihre spekulativen Handelsaktivitäten unterhalb der deklarierten Schwellenwerte bleiben. In den USA gelten grundsätzlich alle Anforderungen für alle Marktteilnehmer. Eine Ausnahmeregelung gibt es nur für die End-User. Sofern die End-User ihr wirtschaftliches Risiko absichern wollen und dies bei der CFTC anmelden und plausibel darlegen können, so sind diese Parteien von bestimmten Pflichten ausgenommen. Anders als in Europa gibt es beim DFA keine Schwellenwerte, die dabei berücksichtigt werden.

Bezüglich der Meldepflicht sind signifikante Unterschiede zu erkennen. Schließt die europäische Regelung alle Derivatetransaktionen ein, d.h. börsengehandelte und OTC-gehandelte Geschäfte, so sieht der DFA eine Meldepflicht nur für außerbörslich kontrahierte Swaps vor. Auch hinsichtlich des Meldezeitpunktes und der meldepflichtigen Kontrahenten weichen beide Regularien stark voneinander ab. Die EMIR sieht vor, dass die Meldungen bis zum Ende des Geschäftstages zu erfolgen haben, wohingegen beim DFA eine Real-Time Meldung für große Institute zu erfüllen ist. Diese Pflicht ist lediglich von SD und MSP umzusetzen. Alle anderen Parteien melden ebenso am Ende des jeweiligen Tages. Die beiderseitige Meldepflicht in Europa stellt den Markt vor große Herausforderungen. In den USA meldet lediglich ein Kontrahent (Reporting Party) gleichzeitig für den anderen mit. In beiden Rechtsräumen ist eine Delegation der Meldung möglich, wenn beispielsweise keine Einigung in den USA bezüglich der Reporting Party zu erreichen ist.

5.1 Kriterien zur Systematisierung der Analyse

Um eine vergleichende Analyse der wesentlichen Regulierungsinhalte durchführen zu können, werden einige Kriterien herangezogen, anhand derer die Ziele der G-20 Beschlüsse aus 2009 bewertet werden können. Die Staats- und Regierungschefs beschlossen in Pittsburgh, den Derivatemarkt transparenter zu gestalten und dabei das systemische Risiko des Ausfalls von Kontrahenten zu reduzieren. Somit werden diese beiden Kriterien in der Pro- und Kontra-Betrachtung untersucht. Der Punkt Verbesserung der Transparenz wird noch um die entstehende Wettbewerbssituation am internationalen Derivatemarkt erweitert.

Ein weiteres Kriterium sind die signifikanten Kostentreiber, die von den Marktteilnehmern zur Umsetzung aufzubringen sind. Speziell bei dieser Kategorie werden einige Erfahrungswerte aus der Praxis in die Analyse einfließen und quantitative Bezugsgrößen dargestellt.

Im Folgenden werden demnach vier Kriterien analysiert und jeweils einer objektiven Bewertung unterzogen:

- Transparenz
- Wettbewerbsentwicklung
- Reduzierung der Risiken
- Kostentreiber bei der Umsetzung der regulatorischen Anforderungen

5.2 Pro- und Contra-Betrachtung der Regulierungsvorschriften

Die Verbesserung der Transparenz am Derivatemarkt gehört zu den wesentlichen Zielstellungen, die mit der Einführung der neuen Regularien verbunden sind. Betrachtet man das verpflichtende Clearing von Derivaten so ist zu erkennen, dass durch die Geschäftsabwicklung über zentrale Gegenparteien eine zentrale Evidenzstelle aufgebaut wird. Dies gilt sowohl für den DFA als auch für die EMIR. Die bilateralen Vertragsbeziehungen werden sukzessive durch zentral geclearte Geschäfte abgelöst. Beide Regularien sehen ebenfalls vor, dass mögliche zentrale Kontrahenten von den jeweiligen Aufsichtsbehörden qualifiziert werden und konkrete Zulassungsvoraussetzungen erfüllen müssen. Beim DFA sind dies die CFTC und die SEC. Auf europäischer Ebene ist dies komplexer, da jedes EU-Mitglied eine unabhängige Aufsichtsbehörde mit unterschiedlichen Marktkenntnissen und Erfahrungen hat. Daraus resultiert ein Ungleichgewicht der Zulassungsbedingungen, da es keinen globalen und einheitlichen Standard gibt der konkrete Anforderungen an die Abwicklung von Derivaten stellt. Dieses Phänomen ist in den USA nicht zu erkennen, da lediglich ein einziger Rechtsraum zu berücksichtigen ist. Ein großes Problem, das sich herauskristallisiert hat, ist die Segregation der Kontenstrukturen von CCP's. Es gibt keine offizielle Pflicht, dass alle Konten von allen Kunden einer CCP voneinander getrennt behandelt werden müssen. Dies ist besonders wichtig bei der Stellung von Sicherheiten im Zusammenhang mit geclearnten Derivaten.

Die individuelle Segregation der Konten ist besonders für Clients wichtig, da die Positionen bei Ausfall einer ihrer Clearing Broker vor der Insolvenzmasse geschützt sind. Dies ist mit einem zusätzlichen Gutachten zu belegen. Zu diesem Zweck gibt es am Markt bereits Initiativen von Verbänden, die dieses Gutachten rechtlich prüfen und den Marktteilnehmern zur Verfügung stellen. CCP's wollen den Aufwand der Kontenverwaltung möglichst gering halten, wohingegen die

Marktteilnehmer ein möglichst hohes Maß an Sicherheit und Transparenz bekommen möchten.

Die bereits im Gliederungspunkt 2.3 genannte Prinzipal-Agent-Theorie sucht nach Auswegen aus diesen Interessenkonflikten, um einen wirtschaftlichen Gesamtnutzen zu erreichen. Ein möglicher Lösungsansatz ist die Verbesserung des Informationsstandes, um das Verhalten für den Prinzipal transparenter zu machen und den Handlungsspielraum für opportunistisches Verhalten zu verkleinern. Dies kann durch vertragliche Anreiz-, Kontroll- und Informationsmechanismen beeinflusst werden. Als Grundlage der Wiederherstellung der Transparenz dienen anreizkompatible Verträge, die sich wiederum in ergebnisorientierte Verträge und wahrheitsinduzierte Verträge gliedern können. An dieser Stelle wird näher auf die wahrheitsinduzierten Mechanismen eingegangen mit den drei Ausprägungen *Signalling*, *Self-Selection* und *Screening*. Beim Signalling gibt der Agent (freiwillig) Informationen preis, um sich von der Konkurrenz abzuheben und seine Reputation beim Prinzipal zu verbessern. Es steht somit die Informationsübertragung im Vordergrund. Der Principal lässt den Agenten bei der Self-Selection zwischen zwei Vertragsvarianten wählen, so dass Agent seine „wahre“ Qualität offenlegt und mögliche Strategien abgeleitet werden können. Hingegen wird beim Screening das Marktumfeld, die Kontrahenten und die Rahmenbedingungen im Vorfeld geprüft und während der Geschäftsbeziehung überwacht. Die Informationsbeschaffung ist das Hauptziel dieser Methode.¹⁰⁹

Unter Berücksichtigung dieser Methoden können die vertraglichen Grundlagen zur Teilnahme am zentralen Clearing verbessert werden. Eine neue „Clearing-Rahmenvereinbarung“ wird aktuell durch die Deutsche Kreditwirtschaft für den deutschen Markt ausgearbeitet. Vorstellbar ist, dass eine solche Initiative auf europäischer Ebene ebenfalls veranlasst wird. Die ESMA wäre hier die geeignete Instanz, um dies zu koordinieren. Auf US-amerikanischer Seite gibt es einen solchen Standardvertrag bereits. Dies hängt damit zusammen, dass das zentrale Clearing bereits seit knapp zwei Jahren verpflichtend ist und die gesammelten Erfahrungen dadurch größer sind.

¹⁰⁹ Vgl. Saam (2002), S. 32ff.

Eine weitere Transparenzgrundlage ist die Meldepflicht an autorisierte Transaktionsregister. Die EMIR und der DFA sehen vor, dass Derivate- bzw. Swapgeschäfte zentral gesammelt und elektronisch verwaltet werden. Erhebliche Unterschiede gibt es bei der Quantität der zu meldenden Felder. Die EMIR sieht vor, dass 85 Felder gemeldet werden müssen. Hingegen müssen beim DFA die „primary economic details“ und Zusatzangaben zu Marktoperationen gemeldet werden. Eine exakte Anzahl der Felder wird nicht genannt. Jedoch kann davon ausgegangen werden, dass es deutlich weniger Pflichtfelder sind als in Europa. Es wurden auf dem Markt die risiko-beeinflussenden Felder abgestellt. Es stellt sich die Frage, was die europäische Aufsicht mit 85 Feldern auswerten möchte. Hier wird der Transparenzgedanke teilweise überstrapaziert und die Marktteilnehmer überfordert. Nicht nur die Marktteilnehmer sind teils überfordert, sondern die Aufsichten gleichermaßen. Die deutsche Bundesaufsicht BaFin hat bislang keinen vertraglichen Zugang zu den Transaktionsregistern und kann somit die Geschäfte noch nicht auswerten, obwohl die Meldepflicht in Europa seit dem 12. Februar 2014 in Kraft ist. Dies lässt die Frage offen, warum die Meldepflicht nicht ebenso phasenweise eingeführt wurde, wie dies in den USA umgesetzt wurde.

Einen wesentlichen Transparenzbeitrag bringen die neuen Identifikationsschlüssel. Die Kontrahenten erhalten eine globale Kennzeichnung, die sie eindeutig identifiziert. Auch die Transaktions- und Produktschlüssel sind sinnvoll. Sie definieren ein clearingpflichtiges Produkt und schaffen eine Evidenz über die am Markt gehandelten Produkte. Somit können Risikogeschäfte in bestimmten Assetklassen herausgefiltert werden. Hierbei ist der amerikanische Markt in einer Vormachtstellung. Die USI's werden bereits seit 2013 ausgetauscht und an das Transaktionsregister gemeldet. Ein Großteil der US-Marktteilnehmer hat bereits seinen persönlichen Legal Entity Identifier. Dieses Vorgehen hat der europäische Markt adaptiert und etabliert seinerseits die neuen Identifikationsschlüssel. Seit Beginn der EMIR-Meldepflicht werden sowohl die LEI's als auch die UTI's an das Transaktionsregister gemeldet. Häufig muss der UTI manuell generiert werden, wohingegen der USI komplett systemseitig vorgegeben wird.

Es kann festgehalten werden, dass das grundlegende Prinzip der Verbesserung der Transparenz verfolgt, aber unterschiedlich umgesetzt wurde. Die EMIR ist in

den Anforderungen deutlich extensiver als der DFA. Beim DFA liegt der Fokus auf einem realistischen und zielgerichteten Rahmen der Umsetzung der Pflichten. Dies zeigt die phasenweise Einführung der Clearing- und Meldepflicht. Zudem hat der DFA bereits Standardverträge etabliert, was einen positiven Einfluss auf die Markttransparenz genießt. Die EMIR hingegen scheint den Markt in weiten Teilen überregulieren zu wollen. Dies kann dazu führen, dass ein geregelter Markt plötzlich wieder intransparent wird, da die erheblichen Datenmengen nicht mehr kontrollierbar sind und infolgedessen kontraproduktiv wirken. An dieser Stelle muss die ESMA als übergeordnete Aufsichtsbehörde die Koordination und Verantwortung übernehmen, die Autonomie der lokalen Behörden aufzubrechen und einen europäischen Standard vorzugeben.

Nachfolgend wird kurz auf die entstehende Wettbewerbssituation eingegangen. Der Wettbewerb am Derivatemarkt wird sich auf wenige Marktteilnehmer konzentrieren. Diese Hypothese leitet sich aus den Erkenntnissen der einzelnen Anforderungen ab. Zwar werden sowohl beim DFA als auch bei der EMIR finanzielle Kontrahenten verstärkt in den Fokus der Regulierung integriert, jedoch sind die Anforderungen für kleinere Institute, wie Sparkassen und Privatbanken, eine zu große Herausforderung. Hierfür gibt es verschiedene Möglichkeiten zur Teilnahme am zentralen Clearing. Nichtsdestotrotz sind kleinere Institute nicht konkurrenzfähig, wenn es um die Preisstellung für bestimmte Derivate am Markt geht. Daher werden diese Kontrahenten versuchen, Geschäfte innerhalb des Haftungsverbundes abzuschließen, um nicht der Clearingpflicht zu unterliegen. Auch geht die Tendenz zu einer besseren Bepreisung von standardisierten Derivaten, um einen zusätzlichen Anreiz zum Abschluss von einfach strukturierten Derivaten zu schaffen. In den USA ist dieser Preisunterschied bereits seit einem Jahr zu erkennen. Kostete ein bilaterales Zinsderivat zuvor noch 50 Basispunkte, so werden regulierte Derivate derzeit für 30 bis 35 Basispunkte gehandelt. Die Zahlen sind an dieser Stelle fiktiv, stellen aber eine reale Bandbreite dar und verdeutlichen den erheblichen Einfluss der Derivateregulierung. Dies erschwert es europäischen Kontrahenten aktuell noch, einen wettbewerbsfähigen Preis anzubieten, da die Preise in Europa stark von den amerikanischen Preisen differieren. Hintergrund ist die noch fehlende

Clearingpflicht in Europa. Daher wird aktuell vornehmlich Geschäft mit europäischen Töchtern von amerikanischen Instituten abgeschlossen.

Beim Dodd Frank Act unterliegen alle Marktteilnehmer der Clearingpflicht. Für die End-User wird der Abschluss eines Derivats zukünftig kaum noch darstellbar sein, da sie ebenfalls in diesen regulatorischen Rahmen fallen, wenn sie nicht ihr wirtschaftliches Risiko absichern wollen. Betreiben sie typisches Handelsgeschäft, so müssen auch End-User ihr Geschäft zentral clearen. Dies wird in vielen Fällen als Client eines direkten Mitgliedes erfolgen. Prozessuale Strukturen und Verantwortlichkeiten müssen genauso aufgebaut werden wie ein Kompetenzcenter, das sich mit den regulatorischen Anforderungen auseinandersetzt. Es scheint unwahrscheinlich, dass dies kompetitiv umzusetzen ist. Betrachtet man die Wettbewerbssituation zusammenfassend, so bietet die EMIR in diesem Punkt mehr Konkurrenzspielraum. Durch den Ausschluss von der Clearingpflicht von nicht-finanziellen Gegenparteien unterhalb der Schwellenwerte (NFC) ist es für diese Kunden weiterhin möglich, Derivategeschäft abzuschließen. Kleinere Finanzinstitute werden ihr Geschäft im Haftungsverbund abschließen. Die End-User hingegen werden strategisch überlegen müssen, ob sie weiterhin Derivategeschäfte kontrahieren oder sich komplett aus diesem Geschäftsfeld zurückziehen, weil sie das Geschäft faktisch nicht mehr bezahlen können.

Neben dem Wettbewerb der Marktteilnehmer entsteht zusätzlich ein Wettbewerb bei den CCP's um direkte Mitglieder, aber auch bei den Clearing Brokern zur Platzierung ihrer Serviceleistung bei potenziellen Kunden. Auf eine Betrachtung dieser Szenarien wird an dieser Stelle verzichtet, da der Fokus der Arbeit auf dem Umgang der Finanzinstitute mit den regulatorischen Anforderungen liegt.

Die zweite große Zielsetzung der G-20 Beschlüsse befasst sich mit der Reduktion (systemischer) Risiken, um die Marktintegrität im Finanzsektor zu fördern.

Um speziell diesem Risiko des globalen Zusammenbruchs des Derivatemarktes zu entgehen und die Stabilität des Systems zu bewirken, gibt es konkrete Sicherheitsmechanismen. Neben den Anforderungen des Austauschs von Sicherheiten in Form von Initial und Variation Margin, sehen die CCP's ein zusätzliches Sicherungskonzept vor. Die folgende Definition gilt sowohl für den DFA als auch für die EMIR.

Bei der **Initial Margin** handelt es sich um eine Sicherheitenstellung, welche das Close-Out-Risiko im Falle der Insolvenz des Sicherheitengebers absichern soll. Es wird mit einer quantitativen Bewertungsmethode, dem Value-at-Risk, auf Portfolioebene berechnet und wird immer bei Abschluss des Geschäftes an das Clearing Haus gestellt. Das Clearing Haus ermittelt täglich die Gesamtmenge der geforderten Initial Margin auf Basis der aktuellen Marktlage. Eventuell auftretende Differenzen zum Vortag werden über einen **Margin-Call** ausgeglichen.

Dies führt direkt zur **Variation Margin**, bei der die aktuellen Marktwertveränderungen durch einen täglichen Margin-Call ausgeglichen werden. Streng genommen handelt es sich bei dieser Art nicht um eine Sicherheitenstellung im eigentlichen Sinne, sondern eher um einen Gewinn- und Verlustausgleich (Glattstellung der Geschäfte), der einer Risikoakkumulation vorbeugen soll.

Durch diesen verpflichtenden Austausch der Sicherheiten wird auf der einen Seite das systemische Risiko reduziert, da mögliche Ausfälle von Kontrahenten kapitalseitig abgefangen werden können. Auf der anderen Seite entsteht durch den hohen Kapitalbedarf ein Liquiditätsrisiko am gesamten Markt. Es ist mehr Kapital (Bargeld und Wertpapiere) gebunden als auf Mikrogeschäftsebene notwendig ist. Zudem stehen die Kontrahenten vor der Herausforderung sich die geforderten Sicherheiten am Kapitalmarkt zu besorgen, wofür ebenfalls Kosten und Aufwände anfallen.

Verteilten sich die Risiken beim bilateralen Handel auf mehrere Kontrahenten, so entsteht im Zuge beider Regularien ein Konzentrationsrisiko auf die CCP's. Wie die CCP's damit umgehen, soll anhand eines Beispiels des Risikomanagementprozesses der LCH.Clearnet dargestellt werden. Die LCH.Clearnet ist sowohl für den europäischen Raum als auch für die USA ein qualifiziertes Clearing Haus. Dieser Risikomanagementprozess kann anhand einer vereinfachten Abbildung wie folgt erläutert werden:



Abbildung 15: Vereinfachter Risikomanagementprozess der LCH.Clearnet

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Swapclear (2012), siehe Internetverzeichnis.

Auf der untersten Ebene sind die Markteintrittsbarrieren für potentielle Clearing Mitglieder zu nennen. Dabei erfolgt täglich ein Monitoring der finanziellen Ressourcen. Weiterhin muss die Fähigkeit, operationell in dem Clearingumfeld hinsichtlich Risikomanagement und Ausfallmanagement zu agieren, sichergestellt sein. In bestimmten Abständen erfolgt daher ein sogenannter Fire Drill, der einem Stressszenario gleicht. Dies soll sicherstellen, dass jederzeit die Fähigkeit besteht, ein adäquates Risikomanagement zu gewährleisten.¹¹⁰

Auf zweiter und dritter Ebene sind die Sicherheitenpflichten dargestellt, auf die an dieser Stelle nicht erneut eingegangen wird. Grundlegend scheint das gesamte Sicherheitensystem einen Großteil der Risikoanforderungen abzudecken.

Falls doch ein Clearing-Mitglied ausfallen sollte, das Portfolio durch die Sicherheiten nicht mehr abgedeckt werden kann (ist konzipiert, um normale Marktschwankungen abzufedern) und somit die Margin Calls nicht mehr bedient werden können, braucht die LCH einen zusätzlichen Schutz. Das heißt konkret, dass der vorher hinterlegte Beitrag des Clearing Mitgliedes zum Ausfallfonds herangezogen und verwertet wird. Sollte dieser Betrag aufgrund erheblicher Marktschwankungen nicht ausreichen, werden die Gewinnrücklagen und Rückstellungen der LCH inklusive einer zusätzlichen Rücklage von 20 Millionen Britische Pfund für das zentrale Clearing vorgehalten. Sollte auch dieses

¹¹⁰ Vgl. SwapClear (2012), 2. Abschnitt im Hauptframe in verschiedenen Reitern, (siehe Internetverzeichnis).

finanzielle Engagement nicht ausreichen, wird als letzte Möglichkeit das restliche verbleibende Geld in dem Ausfallfonds als Ausgleich genutzt.¹¹¹ Das Volumen dieses Fonds wird durch EMIR und den DFA klar geregelt. Der Fonds muss mindestens groß genug sein, um bei extremen, aber plausiblen Marktbedingungen den Ausfall desjenigen Clearing-Mitglieds zu decken, welches das höchste Gefahrenpotential (Exposure) hat oder derjenigen Mitglieder, welche das zweit- und drittgrößte Exposure haben, sollte dieser Wert höher sein.¹¹²

Wenn der Ausfall eines Mitgliedes größer ist, als das was die vorgeschalteten Mechanismen abdecken, könnte sich die LCH verhalten, von jedem noch solventen direkten Mitglied weitere Beiträge einzufordern.

Als finaler Aspekt des Risikomanagementprozesses ist die Möglichkeit der Portierung von Geschäften genannt. Aus Sicht des Clients empfiehlt es sich nicht nur mit einem Clearing Broker zusammen zu arbeiten, sondern aus Diversifikationsaspekten auf mindestens zwei Broker auszuweichen. Der Grund liegt in folgendem Szenario. Aufgrund von Marktturbulenzen geht ein Clearing Broker über Nacht insolvent. Für die Clearing-Mitglieder greift der beschriebene Risikoprozess. Als Konsequenz für den Client müsste das Portfolio, welches bei dem Broker liegt, auf andere Clearing-Mitglieder übertragen werden, mit denen keine vertragliche Zusammenarbeit besteht. Konkret bedeutet das, dass das Portfolio auf die verbleibenden Mitglieder aufgeteilt werden müsste. Für den Client birgt dies einen erheblichen Wiedereindeckungsaufwand, welcher mit erheblichen Kosten verbunden ist. Das geschilderte Szenario zeigt die Portierungsmöglichkeit bei Ausfall eines Clearing Brokers. Eine weitere, sich am Markt etablierende Portierungsmöglichkeit stellt die BAU-Portabilität (Business as Usual) dar. Bei dieser Variante hat der Client jederzeit, also vor einem Ausfall eines Clearing Brokers, die Wahl, das Portfolio auf mehrere Broker aufzuteilen. Dies ist auch zweierlei Hinsicht sinnvoll:

Einerseits wird das Konzentrationsrisiko verringert, da das Portfolio aufgeteilt ist. Andererseits kann durch die aktive Steuerung des Portfolios die Limitbelastung bei den Brokern gesenkt werden. Die Inanspruchnahme von Limiten ist je nach Kontrahenten individuell aus Kredit- und Bonitätssicht hinterlegt. Um nicht in die Gefahr zu geraten, dass das Limit bereits ausgelastet ist und somit

¹¹¹ Vgl. SwapClear (2012), 2. Abschnitt im Hauptframe in verschiedenen Reitern (siehe Internetverzeichnis).

¹¹² Vgl. ebenda.

möglicherweise kein Geschäft mehr kontrahiert werden kann, empfiehlt sich diese Art der Diversifikation aus Kreditperspektive.

Wird mit dem amerikanischen Markt verglichen, bei dem die Anforderungen aus dem DFA bereits umgesetzt sind, so scheinen die risiko-reduzierenden Mechanismen für das zentrale Clearing bisher zu funktionieren. Es wurde zudem daran gedacht, dass nicht zentral-geclearte Geschäfte bestimmte Anforderungen erfüllen müssen. Speziell der regelmäßige Portfolioabgleich, verbunden mit der Komprimierung der Geschäfte, ist ein geeignetes Instrument, mögliche Risiken einschätzen zu können. Auch trägt der Portfolioabgleich zur Verbesserung der Transparenz bei, da die Kontrahenten geschäftsspezifische Details miteinander abgleichen. An dieser Stelle gibt es keinen Unterschied zwischen der EMIR und dem DFA. Grundsätzlich ist darauf zu achten, dass ein adäquates Risikomanagement bei den Instituten aufgesetzt ist. Mit der Reduktion systemischer Risiken entstehen weitere Risiken, die es zu beherrschen gilt. Die Risikominderungstechniken richten sich an die kalkulierbaren Risiken, die bewertet und in das Geschäft eingepreist werden können. Es existieren zusätzlich jedoch die unkalkulierbaren Risiken. Dazu gehören u.a. operationelle Fehler der Menschen oder missbräuchliche und vorsätzliche Straftaten. Ziel des gesamten Risikogebildes muss es somit sein, auch solche Risiken zu berücksichtigen und auffangen zu können. Dazu könnte ein Teil des Ausfallfonds vorgehalten werden.

Das finale hier betrachtete Kriterium untersucht die wesentlichen Kostentreiber, die mit der Umsetzung der regulatorischen Anforderungen aus dem DFA und der EMIR verbunden sind.

Den größten Bedarf stellen dabei die neuen infrastrukturellen Anpassungen dar. Neue Systeme müssen in die bestehende Systemlandschaft integriert werden. Betrachtet man allein die zentrale Clearingpflicht, so müssen Bestätigungsplattformen, wie z.B. Markit Wire für Zinsderivate, für die jeweiligen Assetklassen eingekauft werden. Die positionsführenden Systeme müssen infolgedessen um neue Schnittstellen erweitert werden, was ein zusätzliches Sicherheitsrisiko mit sich bringt. Hierbei stehen europäische Kontrahenten vor einer größeren Herausforderung als die US-amerikanischen Institute. Speziell Middle-Ware Plattformen sind in den USA schon seit mehreren Jahren Marktstandard. Die wesentlichen Anbieter (Markit Wire, Thomson Reuters und

Bloombergs VCON) sind im angloamerikanischen Raum ansässig, was speziell in Deutschland ein großes Hindernis darstellt. Die Vertragsverhandlungen sind in englischer Sprache und werden gerade bei kleineren Instituten ungern abgeschlossen. Markit Wire fordert zudem in dem kostenpflichtigen Dealer-Status Ticket-Gebühren von 4 bis 21 britischen Pfund pro Abschluss eines neuen Geschäfts. Die Gebühren sind dabei abhängig von der Laufzeit des Geschäftes. Die Kosten sind verhandelbar und an dieser Stelle wurde eine Bandbreite gegeben. Die beschriebenen Anforderungen zur Sicherheitenstellung ziehen weitere Anpassungen der IT-Architektur nach sich. Sowohl bei der EMIR als auch beim DFA ist die Initial Margin eine neue Anforderung, der sich die Marktteilnehmer stellen müssen. Dazu ist es notwendig ein Sicherheiten-Management-System integriert zu haben, um die Margin-Calls möglichst automatisiert bedienen zu können. Auch hier hat der DFA gegenüber der EMIR einen Erfahrungsvorsprung.

Der Aufbau der Transaktionsregister-Meldung ist innerhalb der technischen Anpassungen die größte Komponente. Derartige Umsetzungsprojekte werden mit einem mittleren, einstelligen Millionenbetrag budgetiert. Allein die Herstellung der Meldepflicht beansprucht einen großen Teil des gesamten Budgets der mit knapp 50 Prozent kalkuliert werden kann. Einen weiteren großen Kostenblock stellen Unterstützungsleistungen durch externes Personal dar. Die Notwendigkeit des Einsatzes von externen Beratern, die sich primär mit den konzeptionellen Fragestellungen auseinandersetzen, sind typisch für derartige Projekte. Der Aufbau eines Meldesystems für Kunden, die ihre Meldung delegieren möchten, beansprucht nochmal mehrere Hunderttausend Euro.

Durch die einseitige Meldepflicht beim DFA fallen diese kundenbezogenen Kosten nicht an. Trotzdem muss dort der Meldeprozess aufgesetzt werden, was ähnliche Kosten mit sich bringt. Die Transaktionsregister unterscheiden sich in ihrer Kostenstruktur nur marginal. Pro Geschäftsabschluss muss eine Transaktionsgebühr von 0,01 bis 0,02 Euro gezahlt werden. Zudem ist es notwendig, dass eine kostenpflichtige gesicherte Internetverbindung aufgebaut wird, so dass die sensiblen Daten geschützt werden. Diese Kosten sind jährlich aufzubringen und belaufen sich auf einen höheren fünfstelligen Betrag. Es wird stärker Wert auf vertragliche Grundlagen und die prozessuale und operative Abwicklung der Meldung gelegt. Durch das größere Spektrum der

meldepflichtigen Derivate ist der Analyseaufwand auf europäischer Ebene höher, da beim DFA lediglich außerbörsliche Swaps gemeldet werden müssen. Nicht zu vergessen sind die zusätzlichen internen Kosten der kontinuierlichen Meldeverpflichtung. Es muss Personal bereitgestellt werden, welches den Korrekturprozess verantwortet und als Kompetenzstelle für Kundenanfragen agiert. Es kann festgehalten werden, dass die Kosten bei beiden Regularien ähnlich hoch sind. Mehrere Millionen Euro sind für die komplette Umsetzung der Pflichten notwendig. Wird zusätzlich ein Service für Kunden aufgebaut, sind auch diese Kosten zu berücksichtigen. Durch den geringeren Umfang, speziell bei der Meldepflicht, scheinen die Kosten bei der Umsetzung des DFA etwas niedriger zu sein als bei der EMIR. Die Kosten für die Einhaltung der Risikominderungstechniken sind nahezu identisch, da die inhaltlichen Anforderungen kaum voneinander abweichen.

5.3 Ableitungen von Leitlinien zum Umgang mit dem Dodd-Frank Act

Um als europäisches Institut möglichst nicht unter den DFA zu fallen, gilt es einige Prinzipien zu befolgen. Diese Prinzipien können grob in zwei Themenblöcke gegliedert werden. Dies ist zum einen die Vermeidung der Registrierungspflicht als SP oder MSP und zum anderen das Monitoring neuer Bedingungen beim Handel mit amerikanischen Adressen.

Die Registrierung als SD oder MSP hat zur Folge, dass ein europäisches Institut zunächst die Entity-basierten Pflichten erfüllen muss. Zwar ist eine Anerkennung lokaler Regularien unter dem beschriebenen Stichwort *Substituted Compliance* möglich, allerdings würde das Institut zunächst direkte Verpflichtungen gegenüber einem fremden Rechtsraum eingehen und die Anerkennung darlegen müssen. Zusätzlich sind SD und MSP mit höheren Pflichten belegt, wie beispielsweise dem Real-Time Reporting und erweiterten Eigenkapitalanforderungen. Insgesamt sind umfangreiche Kosten die Folge einer Registrierung, so dass diese Registrierung vermieden werden sollte.

Zur Vermeidung der Registrierungspflicht als SD ist es erforderlich, das aggregierte Volumen aller Derivatetransaktionen mit amerikanischen Kontrahenten unterhalb der Schwelle von 8 Mrd. USD zu halten, um jegliche Risiken auszuschließen. Zur Überwachung der Einhaltung der

Registrierungsschwelle ist ein Report der Handelsaktivitäten im Front Office einzurichten. Der Handel erhält somit einen täglichen Report, der die Anrechnung von Geschäften darlegt. Der Report ist auf Basis von Risikodaten automatisch zu erstellen, da als Berechnungsgrundlage sowohl Produkte als auch Kontrahenten berücksichtigt werden müssen. Dabei sollte der Report folgende Mindestinformationen enthalten:

- Auflistung der Einzelgeschäfte mit verschiedenen Feldern, wie z.B. Geschäfts-ID, Nominalvolumen, Zinssatz, Art des Geschäftes u.a.
- Zu Grunde liegender Wechselkurs für die Umrechnung der Nominals
- Verfügbares Volumen bis zur Registrierungsschwelle, das heißt 8 Mrd. USD minus aggregiertem Nominal
- Erstellung eines Reports, der die Niederlassungen mit einschließt und zusätzlich eines Reports, der Niederlassungen grundsätzlich nicht berücksichtigt

Zusätzlich ist eine Überwachung abzustimmen. Um eine Registrierung zu vermeiden, sind im Rahmen der Überwachung Schwellenwerte zu definieren, ab denen der Handel eingeschränkt wird bzw. der Handel mit amerikanischen Adressen vollständig untersagt wird. Diese Abteilung sollte zudem den Report erstellen. Nach Abstimmung mit der Handelsabteilung sollte mit US-Kontrahenten daher zukünftig nur in Ausnahmefällen Geschäft getätigt werden, um die Schwelle nicht zu überschreiten. Dies ermöglicht wiederum den Handel mit europäischen Niederlassungen und Töchtern, ohne Risiken bezüglich einer Registrierungsverpflichtung gegenüber der CTFC einzugehen.

Die Registrierung als MSP (siehe Abschnitt 4.1) sollte auf Grund der zu stellenden Sicherheitsleistungen ebenfalls verhindert werden. Eine formale Miteinbeziehung in den täglichen Report für den Swap Dealer-Test erscheint möglich. Der erstellte Report könnte um folgende Punkte erweitert werden, so dass die Schwellenwerte je Assetklasse eingehalten werden:

- Asset-Klassen spezifische Analyse des Exposures
- Pro Kontrahent ist der negative Anteil der aufgerechneten Position aus Marktwerten und Sicherheiten („negatives Exposure“) zu berechnen
- Pro Asset-Klasse ist das negative Exposures aller Kontrahenten zu summieren

Um die Leitlinien und Auswirkungen zu verinnerlichen dient folgende Matrix:

		GEGENPARTEI (SD oder MSP)		
		US-Person	Non-US Niederlassung	Non-US-Tochter
P R O D U K T E	Clearingpflichtige & elektronisch zu handelnde Produkte (derzeit IRS, CDS)	Gegenpartei darf nicht mit EU-Institut handeln	Gegenpartei darf nicht mit EU-Institut handeln	Handel OK
	Andere DFA-relevante Produkte	Gegenpartei darf nicht mit EU-Institut handeln	Handel OK	Handel OK
	Nicht DFA-relevante Produkte (i.B. FX Swaps und FX Forwards)	Handel OK	Handel OK	Handel OK

Handel OK

Gilt immer nur unter der Voraussetzung der EMIR-Konformität!

Abbildung 16: Übersicht der indirekten Auswirkungen des DFA

Quelle: Eigene Darstellung.

6. Schlussbetrachtung und kritische Würdigung

Die EMIR und der Titel VII des Dodd-Frank Acts ändern auf umfangreiche Art und Weise die Rahmenbedingungen für Geschäfte mit außerbörslich kontrahierten Derivaten. Nicht nur, dass ein Großteil der standardisierten Derivate über zentrale Gegenparteien abgewickelt werden, auch die Pflicht verschärfte Risikominderungstechniken für nicht zentral geclearte Derivate anzuwenden unterstützen die Notwendigkeit für Marktteilnehmer, sich strategisch neu zu orientieren. Sowohl die EMIR-Verordnung als auch der DFA sollen im Einklang

mit den internationalen Bestrebungen für mehr Finanzmarktstabilität und höhere Transparenz mit gleichzeitiger Reduzierung der systemischen Risiken sorgen.

Zu diesem Zweck wurden in dieser Arbeit die neuen Anforderungen, die sich im Zuge der EMIR und des DFA ergeben, beleuchtet und die wesentlichen Gründe für eine stärkere Regulierung des Derivatemarktes dargestellt. Die Zielsetzung dieser Untersuchung lag zum einen auf der sukzessiven Erarbeitung der jeweiligen Anforderungsprofile. Zum anderen wurden anhand abgeleiteter Kriterien die unterschiedlichen Herangehensweisen analysiert und bewertet. Die untersuchten Kriterien waren:

- Transparenz
- Wettbewerbssituation
- Reduzierung systemsicher Risiken
- Kostentreiber

Da diese Arbeit primär an deutsche Institute angelehnt ist, wurden Handlungsstrategien erarbeitet, um möglichst nicht in den regulatorischen Rahmen des DFA zu fallen.

Obwohl unterschiedliche Aufsichtsbehörden für die Erarbeitung der technischen Durchführungsstandards verantwortlich waren, gab es wider Erwarten viele Gemeinsamkeiten zur Schaffung einer robusten Finanzmarktinfrastuktur.

Der Dodd-Frank Act ist deutlich weiter in der Umsetzung der einzelnen Pflichten vorangeschritten. Dies zeigt das bereits verpflichtende Clearing von verschiedenen Assetklassen und die Meldung an das Transaktionsregister seit 2013. Hingegen ist die EMIR-Verordnung zunächst nur mit einem Teil der Risikominderungstechniken phasenweise seit März 2013 umsetzungspflichtig geworden. Die Transaktionsregistermeldung folgte im Februar 2014 und das zentrale Clearing wird voraussichtlich erst im Jahr 2015 verpflichtend werden. Es konnte dargestellt werden, dass die Schaffung von mehr Transparenz stärker beim DFA fokussiert wird, da der Umfang der umsetzungspflichtigen Anforderungen geringer ist als bei der EMIR. Die EMIR scheint speziell bei der Meldepflicht (mit 85 Feldern) den europäischen Markt zu überfordern. Bei der Wettbewerbssituation ist die EMIR-Regulierung breiter aufgestellt. In den USA

unterliegen alle Marktteilnehmer den Bestimmungen des DFA. Die einzige Ausnahmeregelung für die End-User steht im Gegensatz zu der Ausnahme der Clearingpflicht für NFC. Somit konzentriert sich das zukünftige Geschäft in den USA auf die Swap Dealer und die Major Swap Participants. In Europa dagegen auf die „Market-Maker“.

Aus der Risikoperspektive erfüllen beide Regelwerke die Anforderung an die Reduktion systemischer Risiken. Es wurde herausgestellt, dass dabei jedoch neue Risiken, wie das Liquiditäts- oder Konzentrationsrisiko, entstehen und den unerwarteten Risiken besondere Berücksichtigung zukommen muss.

Die erheblichen Kosten, die bei der Umsetzung anfallen und primär aus infrastrukturellen und prozessualen Anpassungen resultieren, machen diese komplexen Regelwerke zu aufwändigen Gebilden. Aufgrund der fehlenden Erfahrungen im Umgang mit Middle-Ware-Plattformen müssen die europäischen Institute mehr Kosten aufbringen als Institute in den USA.

Als Ergebnis kann festgehalten werden, dass sich die Regelwerke in der EU und in den USA inhaltlich in sehr großen Teilen ähneln. Es kann nicht final gesagt werden, welche der beiden Regularien den Zielen der G-20 Beschlüsse am ehesten entspricht. Es fehlt grundsätzlich ein globaler Standard, der den Einklang dieser beiden Regelwerke sicherstellt. Eine parallele und phasenweise Einführung der Anforderungen hätte für **alle** Marktteilnehmer am internationalen Derivatemarkt zu einer fairen Wettbewerbssituation geführt.

Es gilt somit abzuwarten, wie bzw. ob das zentrale Clearing von OTC-Derivaten auf europäischer Ebene den gesamten Derivatemarkt beeinflussen wird. Sukzessive werden weitere Produkte clearingpflichtig, so dass weniger Geschäfte den Risikominderungstechniken unterliegen. Gewiss ist, dass mit dieser Umsetzung die Regulatorik noch nicht beendet ist. Mit der MiFID 2 wird auf europäischer Ebene der Handel von Derivaten über organisierte Handelsplattformen fokussiert und somit eine Angleichung an den amerikanischen Markt hergestellt.

Literaturverzeichnis:**Hull John C. (2009):**

Optionen, Futures und andere Derivate, 7., aktualisierte Auflage, München 2009.

Hull, John C. (2011):

Fundamentals of Futures and Options Markets, 7. Edition, u.a. Boston, New York, London 2011.

Rieger, Marc Oliver (2009):

Optionen, Derivate und strukturierte Produkte, Zürich, 2009.

Saam Nicole J. (2002):

Prinzipale, Agenten und Macht, Tübingen, 2002.

Schmidt, Martin (2014):

Derivative Finanzinstrumente- Eine anwendungsorientierte Einführung, 4. Auflage, Stuttgart 2014.

Internetverzeichnis:**Bank for International Settlements (BIS) (2013):**

Statistical Release: OTC derivatives statistics at end-December 2013, May 2014, abgerufen am 18.06.2014, http://www.bis.org/publ/otc_hy1405.pdf

Bank for International Settlements (BIS) (2014 a):

OTC derivatives market activity in the second half of 2013, abgerufen am 19.06.2014, http://www.bis.org/publ/otc_hy1405.htm

Bank for International Settlements (BIS) (2014 b):

Derivative financial instruments traded on organised exchanges, abgerufen am 20.06.2014, http://www.bis.org/statistics/r_qa1406_hanx23a.pdf

Commodities Futures Trading Commission (CFTC) (2013):

Time-Limited No-Action Relief for Swap Counterparties that are not Swap Dealers or Major Swap Participants, from Certain Swap Data Reporting Requirements of Parts 43, 45 and 46 of the Commission's Regulations, CFTC Letter No. 13 – 10, abgerufen am 21.07.2014, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@llettergeneral/documents/letter/13-10.pdf>

Commodities Futures Trading Commission (CFTC) (2014):

Provisionally Registered Swap Dealers und Provisionally Registered Major Swap Participants, abgerufen am 16.07.2014, <http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/registerwapdealer> und <http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/registermajorswappart>

Delegierte Verordnung (EU) Nr. 148/2013 der Kommission (2012):

Amtsblatt der Europäischen Union vom 19. Dezember 2012, abgerufen am 13.05.2014, <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:052:0001:0010:DE:PDF>

Delegierte Verordnung (EU) Nr. 149/2013 der Kommission (2012):

Amtsblatt der Europäischen Union vom 19. Dezember 2012, abgerufen am 12.05.2014,

<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:052:0011:0024:DE:PDF>

Deloitte (2012):

Dodd-Frank Title VII derivatives timeline as of August 13, 2012, abgerufen am 21.07.2014, [http://www.deloitte.com/assets/Dcom-](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedStates/Local%20Assets/Documents/FSI/us_fsi_timeline_081612.pdf)

[UnitedStates/Local%20Assets/Documents/FSI/us_fsi_timeline_081612.pdf](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedStates/Local%20Assets/Documents/FSI/us_fsi_timeline_081612.pdf)

Deutsche Bank (2013):

Dodd-Frank Resource Centre, 11. November 2013, abgerufen am 22.07.2014,

<http://cbs.db.com/new/content/DoddFrank.html>

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (DFA) (2010):

Public Law 111-203, 111th Congress July 21, 2010, abgerufen am 10.07.2014,

<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

DTCC (2012):

Improving the functioning of the OTC derivatives markets in the European Union, abgerufen am 26.04.2014,

http://www.dtcc.com/downloads/products/derivserv/Summary_ESMA_Technical_Standards.pdf

Durchführungsverordnung (EU) Nr. 1247/2012 der Kommission (2012):

Amtsblatt der Europäischen Union vom 19. Dezember 2012, abgerufen am 12.05.2014,

<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:352:0020:0029:DE:PDF>

ESMA (2014 a):

MiFID Database- Übersicht der geregelten Märkte, abgerufen am 06.05.2014,
http://mifidatabase.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=23&language=0&pageName=REGULATED_MARKETS_Display&subsection_id=0&action=Go&ds=2&ms=7&ys=2014&mic_code=MIC%20Code&full_name=Full%20Name&submitButton=Go&sort=8

ESMA (2014 b):

MiFID Database- Übersicht multilateraler Handelsplattformen, abgerufen am 06.05.2014,
http://mifidatabase.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=22&language=0&pageName=MTF_Display

ESMA (2014 c):

Post-trading/Clearing and Reporting (EMIR), abgerufen am 10.06.2014,
<http://www.esma.europa.eu/de/page/post-trading>

ESMA (2014 d):

List of Central Counterparties authorised to offer services and activities in the Union, abgerufen am 16.07.2014,
http://www.esma.europa.eu/system/files/ccps_authorized_under_emir.pdf

EUROPA: Statement by Michel Barnier (2012):

Press Release Database, 2013, abgerufen am 19.05.2014,
http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-90_de.htm?locale=de.

Federal Register CFTC (2012 a):

Cross-Border Application of Certain Swaps Provisions of the Commodity Exchange Act, Vol. 77, No. 134/ Thursday, July 12, 2012/Proposed Rules, abgerufen am 15.07.2014,
<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Ifederalregister/documents/file/2012-16496a.pdf>

Federal Register CFTC (2012 b):

Further Definition of “Swap Dealer,” “Security-Based Swap Dealer,” “Major Swap Participant,” “Major Security- Based Swap Participant” and “Eligible Contract Participant”, Federal Register/Vol. 77, No. 100/Wednesday, May 23, 2012/Rules and Regulations, abgerufen am 15.07.2014,

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Ifederalregister/documents/file/2012-10562a.pdf>

Federal Register CFTC (2012 c):

Clearing Requirement Determination Under Section 2(h) of the CEA, Federal Register/Vol. 77, No. 240/Thursday, December 13, 2012/Rules and Regulations, abgerufen am 20.07.2014,

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Ifederalregister/documents/file/2012-29211a.pdf>

Federal Register CFTC (2012 d):

Swap Transaction Compliance and Implementation Schedule: Clearing Requirement Under Section 2(h) of the CEA, Federal Register/Vol. 77, No. 146/Monday, July 30, 2012/Rules and Regulations, abgerufen am 20.07.2014,

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Ifederalregister/documents/file/2012-18383a.pdf>

Federal Register CFTC (2012 e):

End-User Exception to the Clearing Requirement for Swaps, Federal Register/Vol. 77, No. 139/Thursday, July 19, 2012/Rules and Regulations, abgerufen am 21.07.2014,

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Ifederalregister/documents/file/2012-17291a.pdf>

Federal Register CFTC (2012 f):

Swap Data Repositories: Registration Standards, Duties and Core Principles, Federal Register/Vol. 76, No. 170/Thursday, September 1, 2011/Rules and Regulations, abgerufen am 21.07.2014,

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lfederalregister/documents/file/2011-20817a.pdf>

Federal Register CFTC (2012 g):

Confirmation, Portfolio Reconciliation, Portfolio Compression, and Swap Trading Relationship Documentation Requirements for Swap Dealers and Major Swap Participants, Federal Register/Vol. 77, No. 176/Tuesday, September 11, 2012/Rules and Regulations, abgerufen am 22.07.2014,

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lfederalregister/documents/file/2012-21414a.pdf>

Federal Register CFTC (2013 a):

Exemptive Order Regarding Compliance With Certain Swap Regulations, Federal Register/Vol. 78, No. 140/Monday, July 22, 2013/Rules and Regulations, abgerufen am 18.07.2014,

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lfederalregister/documents/file/2013-17467a.pdf>

Federal Register CFTC (2013 b):

Business Conduct and Documentation Requirements for Swap Dealers and Major Swap Participants; Extension of Compliance Date, Federal Register/Vol. 78, No. 1/Wednesday, January 2, 2013/Rules and Regulations, abgerufen am 22.07.2014,

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lfederalregister/documents/file/2012-30885a.pdf>

ISDA- Unique Trade Identifier (2013):

Generation, Communication and Matching, abgerufen am 03.06.2014,

<http://www2.isda.org/attachment/NDQ1Nw==/US!%20Overview%20Document%20final%20version.pdf>

MarkitSERV (2014):

MarkitServ Overview, abgerufen am 10.05.2014,

<http://www.markit.com/product/markitserv>

Morrison and Foerster (2010):

The Dodd-Frank Act: a cheat sheet, abgerufen am 17.07.2014,

<http://useconomy.about.com/library/SummaryDoddFrankAct.pdf>

Paletta, Damian (2010):

It Has A Name: The Dodd/Frank Act, in: The Wall Street Journal, 25.06.2010, abgerufen am 12.07.2014,

<http://blogs.wsj.com/washwire/2010/06/25/it-has-a-name-the-doddfrank-act/>

Springer Gabler Verlag (Herausgeber) (2014 a):

Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: MTF, online im Internet, abgerufen am 16.06.2014,

<http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/56954/mtf-v7.html>

Springer Gabler Verlag (Herausgeber) (2014 b):

Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: vollkommene Konkurrenz, online im Internet, abgerufen am 22.07.2014,

<http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/4261/vollkommene-konkurrenz-v12.html>

SwapClear (2012):

Our Clearing Service- Risk Management, 2012, abgerufen am 28.07.2014,

<http://www.swapclear.com/service/risk-management.html>

University of Toronto (2009):

G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit, abgerufen am 29.04.2014,

<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>

Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates

(2012):

Amtsblatt der Europäischen Union vom 4. Juli 2012, abgerufen am 03.05.2014

<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:201:0001:0059:>

[DE:PDF](#)

Anhang

Inhaltsübersicht

Anlage 1 Liste aktuell registrierter Transaktionsregister in Europa

Quelle: ESMA (2013): List of registered trade repositories, abgerufen am 26.06.2014,

<http://www.esma.europa.eu/content/List-registered-Trade-Repositories>

Anlage 2 Tabellarische Übersicht der zu meldenden Felder

Quelle: Delegierte Verordnung (EU) Nr. 148/2012 der Kommission, abgerufen am 18.08.2013.

<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:052:0001:0010:DE:PDF>

Anlage 3 Übersicht qualifizierter CCP's

Quelle: ESMA (2014 d) List of Central Counterparties authorised to offer services and activities in the Union, abgerufen am 25.06.2014,

http://www.esma.europa.eu/system/files/ccps_authorized_under_emir.pdf

Anlage 4 Liste aktuell registrierter Transaktionsregister in den USA

Quelle: Swap Data Repository Organizations, abgerufen am 04.07.2014,

<http://sirt.cftc.gov/sirt/sirt.aspx?Topic=DataRepositories>

Anlage 1 Liste aktuell registrierter Transaktionsregister in Europa

Trade Repository	Derivative asset class	Effective date
DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL)	All asset classes	14 November 2013
Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. (KDPW)	All asset classes	14 November 2013
Regis-TR S.A.	All asset classes	14 November 2013
UnaVista Limited	All asset classes	14 November 2013
CME Trade Repository Ltd. (CME TR)	All asset classes	5 December 2013
ICE Trade Vault Europe Ltd. (ICE TVEL)	Commodities, credit, equities, interest rates	5 December 2013

Anlage 2 Tabellarische Übersicht der zu meldenden Felder**Kontrahentendetails (inkl. Marktwerte und Sicherheiten)**

	Feld	Zu meldende Angaben
	Kontraktparteien	
1	Meldezeitstempel	Datum und Uhrzeit der Meldung an das Transaktionsregister.
2	ID der Gegenpartei	Einheitliche Kennziffer der meldenden Gegenpartei. Für Einzelpersonen wird eine Kundenkennziffer verwendet.
3	ID der anderen Gegenpartei	Einheitliche Kennziffer der anderen Gegenpartei des Kontrakts. Dieses Feld wird aus Sicht der meldenden Gegenpartei ausgefüllt. Für Einzelpersonen wird eine Kundenkennziffer verwendet.
4	Name der Gegenpartei	Firmenname der meldenden Gegenpartei. Falls die Kennziffer der Gegenpartei diese Informationen bereits enthält, kann dieses Feld frei bleiben.
5	Sitz der Gegenpartei	Angaben zum eingetragenen Geschäftssitz, einschließlich vollständiger Anschrift, Stadt und Land der meldenden Gegenpartei. Falls die Kennziffer der Gegenpartei diese Informationen bereits enthält, kann dieses Feld frei bleiben.
6	Unternehmenssarte der Gegenpartei	Art der Unternehmenstätigkeiten der meldenden Gegenpartei (Bank, Versicherungsunternehmen usw.). Falls die Kennziffer der Gegenpartei diese Informationen bereits enthält, kann dieses Feld frei bleiben.
7	Finanzielle/Nichtfinanzielle Gegenpartei	Angabe, ob es sich bei der meldenden Gegenpartei um eine finanzielle oder eine nichtfinanzielle Gegenpartei im Sinne von Artikel 2 Ziffern 8 und 9 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 handelt.
8	Makler-ID	Agiert ein Makler als Intermediär der meldenden Gegenpartei, ohne selbst Gegenpartei zu werden, so gibt die meldende Gegenpartei die Identität dieses Maklers mittels einer einheitlichen Kennziffer an. Für Einzelpersonen wird eine Kundenkennziffer verwendet.
9	ID der meldenden Stelle	Hat die meldende Gegenpartei die Meldung an einen Dritten oder die andere Gegenpartei delegiert, so wird die betreffende Einrichtung in diesem Feld mittels einer einheitlichen Kennziffer angegeben. Andernfalls bleibt dieses Feld frei. Für Einzelpersonen wird eine Kundenkennziffer verwendet, den die von der Gegenpartei genutzte Rechtsform für die Zwecke des Geschäfts zugeweiht hat.
10	ID des Clearingmitglieds	Ist die meldende Gegenpartei kein Clearingmitglied, wird ihr Clearingmitglied in diesem Feld mittels einer einheitlichen Kennziffer angegeben. Für Einzelpersonen wird die von der CCP zugeweihte Kundenkennziffer verwendet.
11	ID des Trägers von Rechten/Pflichten	Angabe der Partei, die die aus dem Kontrakt erwachsenden Rechte und Pflichten trägt. Wird die Transaktion über eine Struktur (z. B. Trust oder Fonds) ausgeführt, die mehrere Träger vertritt, sollte diese Struktur als Träger angegeben werden. Ist der Träger nicht Gegenpartei des Kontrakts, muss die meldende Gegenpartei diesen Träger mittels einer einheitlichen Kennziffer oder im Falle von Einzelpersonen mittels der Kundenkennziffer, den die von der Einzelperson genutzte Rechtsform zugeweiht hat, angeben.

12	Eigenschaft, in der die Transaktion vollzogen wird	Angabe, ob die meldende Gegenpartei den Kontrakt auf eigene Rechnung (im eigenen Namen oder im Namen eines Kunden) oder als Beauftragter auf Rechnung und im Namen eines Kunden geschlossen hat.
13	Seite der Gegenpartei	Angabe, ob es sich bei dem Kontrakt um einen Kauf oder einen Verkauf handelt. Im Falle eines Zinsderivatkontrakts repräsentiert die Käuferseite den Zahler von Leg 1 und die Verkäuferseite den Zahler von Leg 2.
14	Kontrakt mit einer Nicht-EWR-Gegenpartei	Angabe, ob die andere Gegenpartei ihren Sitz außerhalb des EWR hat.
15	Direkte Verbindung zur Geschäftstätigkeit oder zum Liquiditäts- und Finanzmanagement	Angabe, ob der Kontrakt objektiv im Sinne von Artikel 10 Absatz 3 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 direkt messbar mit der Geschäftstätigkeit oder dem Liquiditäts- und Finanzmanagement der meldenden Gegenpartei verbunden ist. Wenn es sich bei der meldenden Gegenpartei um eine finanzielle Gegenpartei gemäß Artikel 2 Ziffer 8 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 handelt, bleibt dieses Feld frei.
16	Clearingschwelle	Angabe, ob die meldende Gegenpartei über der in Artikel 10 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 genannten Clearingschwelle liegt. Wenn es sich bei der meldenden Gegenpartei um eine finanzielle Gegenpartei gemäß Artikel 2 Ziffer 8 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 handelt, bleibt dieses Feld frei.
17	Aktueller Marktwert des Kontrakts	Bewertung des Kontrakts zu Markt- bzw. Modellpreisen gemäß Artikel 11 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.
18	Währung, in der der aktuelle Marktwert des Kontrakts angegeben ist	Währung, in der die Markt- bzw. Modellpreisbewertung gemäß Artikel 11 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 vorgenommen wurde.
19	Datum der Bewertung	Datum der letzten Bewertung zu Markt- bzw. Modellpreisen.
20	Uhrzeit der Bewertung	Uhrzeit der letzten Bewertung zu Markt- bzw. Modellpreisen.
21	Art der Bewertung	Angabe, ob die Bewertung zu Markt- oder Modellpreisen vorgenommen wurde.
22	Besicherung	Angabe, ob eine Besicherung erfolgt ist.
23	Besicherung auf Portfolioebene	Angabe, ob die Sicherheiten auf Portfoliobasis hinterlegt wurden. Auf Portfoliobasis bedeutet, dass die Sicherheiten nicht für einzelne Geschäfte, sondern auf der Grundlage von Nettopositionen eines Kontraktspakets berechnet werden.
24	Kennziffer des besicherten Portfolios	Werden Sicherheiten auf Portfoliobasis gemeldet, ist das Portfolio mittels einer einheitlichen, von der meldenden Gegenpartei festgelegten Kennziffer anzugeben.
25	Wert der Sicherheiten	Wert der von der meldenden Gegenpartei bei der anderen Gegenpartei hinterlegten Sicherheiten. Werden Sicherheiten auf Portfoliobasis hinterlegt, ist in diesem Feld der Wert aller für das Portfolio hinterlegten Sicherheiten anzugeben.
26	Währung, in der der Wert der Sicherheiten angegeben ist	Geben Sie die Währung an, in der in Feld 25 der Wert der Sicherheiten ausgewiesen ist.

Allgemeine Angaben

	Feld	Zu meldende Angaben	Erläuterte Arten von Derivatekontrakten
	Abschnitt 2a — Kontrakttyp		Alle Kontrakte
1	Verwendete Taxonomie	Angabe einer Produktkennziffer für den Kontrakt.	
2	Produkt-ID 1	Angabe einer Produktkennziffer für den Kontrakt.	
3	Produkt-ID 2	Angabe einer Produktkennziffer für den Kontrakt.	
4	Basiswert	Angabe einer einheitlichen Kennziffer für den Basiswert. Bei Körben oder Indizes ist in Fällen, in denen keine einheitliche Kennziffer existiert, der betreffende Korb oder Index anzugeben.	
5	Nennwährung 1	Währung des Nennwerts. Bei Zinsderivatkontrakten ist dies die Nennwährung von Leg 1.	
6	Nennwährung 2	Währung des Nennwerts. Bei Zinsderivatkontrakten ist dies die Nennwährung von Leg 2.	
7	Zu liefernde Währung	Zu liefernde Währung.	
	Abschnitt 2b — Transaktionsdetails		Alle Kontrakte
8	ID des Geschäftsabschlusses	Einheitliche, auf EU-Ebene vereinbarte Geschäftsabschluss-Kennziffer, die von der meldenden Gegenpartei geliefert wird. Gibt es keine einheitliche Geschäftsabschluss-Kennziffer, ist in Abstimmung mit der anderen Gegenpartei eine einheitliche Kennziffer zu generieren.	
9	Transaktionsreferenznummer	Einheitliche Transaktionskennziffer, die von der meldenden Stelle oder dem in deren Namen meldenden Dritten geliefert wird.	
10	Ausführungsplatz	Angabe des Ausführungsplatzes mittels einer einheitlichen Kennziffer. Bei außerbörslich gehandelten Kontrakten (OTC-Kontrakte) ist anzugeben, ob das betreffende Instrument zum Handel zugelassen ist, aber außerbörslich gehandelt wird, oder ob es nicht zum Handel zugelassen ist und außerbörslich gehandelt wird.	
11	Zahlenmäßige Reduktion der ausstehenden Kontrakte („Compression“)	Angabe, ob der Kontrakt aus einer solchen Reduktion hervorgegangen ist.	
12	Preis/Satz	Preis pro Derivat, ggf. abzüglich Kommissionen und aufgelaufener Zinsen.	
13	Preisnotierung	Art, wie der Preis ausgedrückt wird.	
14	Nennbetrag	Ursprünglicher Wert des Kontrakts.	

15	Preismultiplikator	Zahl der Anteile des Finanzinstruments, die in einer Handelseinheit enthalten sind, z. B. Anzahl der Derivate, die in einem Kontrakt enthalten sind.	
16	Menge	Anzahl der gemeldeten Kontrakte, wenn mehr als ein Derivatekontrakt gemeldet wird.	
17	Zahlung bei Abschluss	Höhe jeglicher Zahlungen, die die meldende Gegenpartei bei Abschluss geleistet oder erhalten hat.	
18	Art der Lieferung	Angabe, ob der Kontrakt in physischer Form oder bar ausgeglichen wird.	
19	Ausführungszeitstempel	Nach Definition von Artikel 1 Absatz 2.	
20	Geltungsbeginn	Datum, zu dem aus dem Kontrakt erwachsende Pflichten in Kraft treten.	
21	Fälligkeitsdatum	Ursprüngliches Datum für das Vertragsende des gemeldeten Kontrakts. Eine frühzeitige Beendigung wird in diesem Feld nicht gemeldet.	
22	Kontraktende	Datum, zu dem der gemeldete Kontrakt endet. Falls dies das gleiche Datum wie das Fälligkeitsdatum ist, bleibt dieses Feld frei.	
23	Abrechnungstermin	Datum für die Abrechnung der Basiswerte. Bei mehr als einem Abrechnungstermin können mehrere Felder verwendet werden (z. B. 23A, 23B, 23C...).	
24	Art des Rahmenvertrags	Verweis auf den bei dem gemeldeten Kontrakt ggf. verwendeten Rahmenvertrag (z. B. ISDA-Master Agreement; Master Power Purchase and Sale Agreement; International ForEx Master Agreement; European Master Agreement oder jegliche lokalen Rahmenverträge).	
25	Fassung des Rahmenvertrags	Angabe des Jahres der für das gemeldete Geschäft verwendeten Fassung des Rahmenvertrags, sofern anwendbar (z. B. 1992, 2002 ...).	
	Abschnitt 2c — Risikominderung/-meldung		Alle Kontrakte
26	Bestätigungszeitstempel	Datum und Uhrzeit der Bestätigung gemäß der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 149/2013 der Kommission (1) mit Angabe der Zeitzone der Bestätigung.	
27	Art der Bestätigung	Angabe, ob der Kontrakt elektronisch, auf anderem Wege oder gar nicht bestätigt wurde.	
	Abschnitt 2d — Clearing		Alle Kontrakte
28	Clearingpflicht	Angabe, ob für den gemeldeten Kontrakt eine Clearingpflicht gemäß der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 besteht.	

29	Gecleart	Angabe, ob ein Clearing stattgefunden hat.	
30	Clearing-Zeitstempel	Uhrzeit und Datum des Clearing.	
31	CCP	Bei geclearten Kontrakten Angabe der einheitlichen Kennziffer der CCP, die den Kontrakt gecleart hat.	
32	Gruppeninterne Geschäfte	Angabe, ob der Kontrakt als gruppeninternes Geschäft im Sinne von Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 geschlossen wurde.	
	Abschnitt 2e Zinssätze	Wird eine UPI gemeldet, die alle nachstehend genannten Informationen enthält, sind keine Angaben erforderlich.	Zinsderivate
33	Festsatz, Leg 1	Angabe des für Leg 1 geltenden Festsatzes, sofern anwendbar.	
34	Festsatz, Leg 2	Angabe des für Leg 2 geltenden Festsatzes, sofern anwendbar.	
35	Festsatz-Berechnungsmethode	Tatsächliche Anzahl der Tage des betreffenden Festsatz-Berechnungszeitraums, sofern anwendbar.	
36	Zahlungsfrequenz Festsatzseite	Zahlungsfrequenz bei der Festsatzseite, sofern anwendbar.	
37	Zahlungsfrequenz variable Seite	Zahlungsfrequenz bei der variablen Seite, sofern anwendbar.	
38	Frequenz der Neufestsetzung bei variabler Seite	Frequenz der Neufestsetzung des Zinssatzes auf der variablen Seite, sofern anwendbar.	
39	Variabler Satz, Leg 1	Angabe der verwendeten Zinssätze, die in im Voraus festgelegten Zeitabständen unter Bezugnahme auf einen marktüblichen Referenzzinssatz neu festgesetzt werden, sofern anwendbar.	
40	Variabler Satz, Leg 2	Angabe der verwendeten Zinssätze, die in im Voraus festgelegten Zeitabständen unter Bezugnahme auf einen marktüblichen Referenzzinssatz neu festgesetzt werden, sofern anwendbar.	
	Abschnitt 2f — Devisen	Wird eine UPI gemeldet, die alle nachstehend genannten Informationen enthält, sind keine Angaben erforderlich.	Währungsderivate
41	Währung 2	Cross Currency, sofern nicht identisch mit der Lieferwährung.	
42	Wechselkurs 1	Vertraglich festgelegter Wechselkurs zwischen den Währungen.	
43	Devisenterminkurs	Devisenterminkurs zum Valutierungstermin.	
44	Umrechnungsbasis	Basis für den Wechselkurs.	

	Abschnitt 2g — Rohstoffe	Wird eine UPI gemeldet, die alle nachstehend genannten Informationen enthält, sind keine Angaben erforderlich, es sei denn dies wird in der Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates (?) verlangt.	Rohstoff-Derivate
	Allgemeines		
45	Rohstoff-Basiswert	Art der Rohstoffe, die dem Kontrakt zugrunde liegen.	
46	Einzelheiten der Rohstoffe	Einzelheiten zu dem betreffenden Rohstoff über die Angaben in Feld 45 hinaus.	
	Energie	Gemäß der Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 zu meldende Angaben, sofern anwendbar.	
47	Lieferpunkt oder -zone	Lieferpunkt(e) des Marktgebiets/der Marktgebiete.	
48	Kuppelzelle/Kopplungspunkt	Angabe der Grenze(n) oder Grenzübergänge eines Transportkontrakts.	
49	Art der Last	Wiederholbarer Abschnitt der Felder 50-54 zur Identifizierung des Lieferprofils entsprechend den Lieferperioden pro Tag.	
50	Datum und Uhrzeit des Lieferbeginns	Datum und Uhrzeit des Lieferbeginns.	
51	Datum und Uhrzeit des Lieferendes	Datum und Uhrzeit des Lieferendes.	
52	Kontrahierte Kapazität	Menge pro Lieferintervall.	
53	Mengeneinheit	Täglich oder stündlich gelieferte Menge in MWh oder kWh/d je nach Rohstoff-Basiswert.	
54	Preis/Zeitintervallmengen	Sofern anwendbar, Preis pro Zeitintervallmengen.	
	Abschnitt 2h — Optionen	Wird eine UPI gemeldet, die alle nachstehend genannten Informationen enthält, sind keine Angaben erforderlich.	Kontrakte mit Option
55	Art der Option	Angabe, ob es sich beim Kontrakt um eine Call- oder eine Put-Option handelt.	
56	Art der Option (mögliche Ausübung)	Angabe, ob die Option ausschließlich zu einem bestimmten Termin (europäische, asiatische Option), zu verschiedenen im Voraus festgelegten Daten (Bermuda-Option) oder jederzeit vor ihrem Verfallsdatum (American Style Option) ausgeübt werden kann.	
57	Ausübungspreis (Ober-/Untergrenze)	Ausübungspreis der Option.	

	Abschnitt 2i – Änderungen der Meldung		Alle Kontrakte
58	Art der Maßnahme	<p>Gemeldet wird/werden</p> <ul style="list-style-type: none"> – ein Derivatekontrakt oder Nachhandelsaktivitäten, die erstmalig gemeldet werden; Angabe: „new“; – eine Änderung von Einzelheiten eines bereits gemeldeten Derivatekontrakts; Angabe: „modify“; – die Annullierung einer irrtümlicherweise gemachten Meldung; Angabe: „error“; – die Beendigung eines bestehenden Kontrakts; Angabe: „cancel“; – die Komprimierung eines gemeldeten Kontrakts; Angabe: „compression“; – die Aktualisierung einer Kontraktbewertung; Angabe: „valuation update“; – eine anderweitige Änderung der Meldung; Angabe: „other“. 	
59	Nähere Angaben zur Art der Maßnahme	Bei der Angabe „other“ in Feld 58 sind hier die Einzelheiten der Änderung mitzuteilen.	

Anlage 3 Übersicht qualifizierter CCP's

No	Name of the CCP	Identification Code of CCP (LEI)	Established in the Union or in a Third Country	Country of establishment	Competent authority (if established in the Union)	Date of authorisation
1	Nasdaq OMX Clearing AB	54930002A8LR1AA UCU78	In the Union	Sweden	Finansinspektionen	18 March 2014
2	European Central Counterparty N.V.	724500937F740MH CX307	In the Union	Netherlands	De Nederlandsche Bank (DNB)	1 April 2014
3	KDPW_CCP	2594000K576D5CQ XI987	In the Union	Poland	Komisja Nadzoru Finansowego (KNF)	8 April 2014
4	Eurex Clearing AG	529900LN3S50JPU 47S06	In the Union	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	10 April 2014
5	Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. (CCG)	8156006407E264D 2C725	In the Union	Italy	Banca d'Italia	20 May 2014
6	LCH.Clearnet SA	R1IO4YJoO79SMW VCHB58	In the Union	France	Autorité de Contrôle Prudenciel et de Résolution (ACPR)	22 May 2014
7	European Commodity Clearing	529900M6JY6PUZ9 NTA71	In the Union	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	11 June 2014
8	LCH.Clearnet Ltd	F226TOH6YD6XJB 17KS62	In the Union	United Kingdom	Bank of England	12 June 2014

Anlage 4 Liste aktuell registrierter Transaktionsregister in den USA

Stand 4.7.2014

Organization	Status		Date
BSDR LLC	Pending - Provisional Registration	as of	01/17/2014
Chicago Mercantile Exchange Inc.	Pending - Provisional Registration	as of	11/20/2012
DTCC Data Repository	Pending - Provisional Registration	as of	09/19/2012
Global Trade Repository for Commodities	Withdrawn	as of	10/09/2012
ICE Trade Vault	Pending - Provisional Registration	as of	06/27/2012
INFX SDR, Inc.	Withdrawn	as of	05/27/2014
Reval SDR, Inc.	Withdrawn	as of	10/03/2012