

Zur Diskussion

Clearing in Zeiten des Brexit – Vor welchen Herausforderungen steht die europäische Finanzmarktregulierung?

Insbesondere international tätige Unternehmen profitieren vom so genannten Clearing, das bei der Absicherung von Währungs-, Zins- und Rohstoffrisiken durch Finanzmarktderivate eine wichtige Rolle spielt. Doch die gewachsene Bedeutung von Clearing und Clearinghäusern birgt auch systemische Risiken, denen die Finanzmarktregulierung begegnen muss. Diese Aufgabe wird durch einen britischen EU-Austritt bedeutend erschwert, da das Clearing von auf Euro lautenden Derivategeschäften zu einem Großteil in London stattfindet – und damit in Zukunft möglicherweise jenseits der Kontrolle europäischer Gesetze.



Was ist Clearing?

Unter Clearing versteht man im Allgemeinen die Abrechnung von Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen zwei Vertragsparteien. Im Wertpapierhandel bezeichnet es konkret den Schritt zwischen Handel (Trading) und Abwicklung (Settlement).

Doch Clearing ist nicht nur ein weitverbreiteter und regulärer Prozess unter Finanzmarktakteuren. Es spielt auch realwirtschaftlich eine große Rolle, da es Derivate betrifft, mit denen sich Unternehmen gegen verschiedene Finanzmarktrisiken absichern. Beispielsweise nutzen die exportstarken deutschen Industrieunternehmen vielfältige derivative Instrumente, um Währungs-, Zins- und Rohstoffpreisrisiken abzusichern. So verringern sie ihre Abhängigkeit von globalen Finanzmarktschwankungen und können

sich auf ihr eigentliches Geschäft konzentrieren. Derivate stabilisieren auf diese Weise nicht nur das Geschäft der Unternehmen, sondern tragen auch insgesamt zu einer Erhöhung der volkswirtschaftlichen Stabilität bei. Ein effizientes Clearing spielt dabei insofern eine wesentliche Rolle, als dass es die Nutzung solcher Absicherungsinstrumente verbilligt und ihre Verbreitung erhöht.

Da die beschriebenen Absicherungsgeschäfte oftmals sehr spezifischen Bedürfnissen zu genügen haben, sind entsprechende Derivate zu einem großen Teil nicht standardisiert und werden außerbörslich (Over-the-Counter – OTC) gehandelt. Gemäß der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich betrug das geschätzte Gesamtvolumen des Derivatemarkts Ende 2016 rund 550 Billionen US-Dollar, wovon Derivate im Wert von rund 483 Billionen US-Dollar (88%) außerbörslich gehandelt wurden. Dies entspricht

mehr als dem Siebenfachen des globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP). Ein besonders vielgenutztes Derivat sind z. B. außerbörslich gehandelte Zinsswaps. Allein ihr ausstehender Wert betrug Ende 2016 rund 275 Billionen US-Dollar – mehr als das Dreieinhalbfache des weltweiten BIP. Von ihnen waren geschätzt ca. 50 % Gegenstand von Clearing, was dessen Bedeutung illustriert. Als zweitgrößte OTC-Derivategruppe haben ausstehende Forward Rate Agreements (FRAs), die es ermöglichen, einen Zinssatz für einen in der Zukunft liegenden Anlagezeitraum zu sichern, immerhin einen Wert von rund 61 Billionen US-Dollar, was mehr als 80 % des weltweiten BIP entspricht.

Wie funktioniert Clearing?

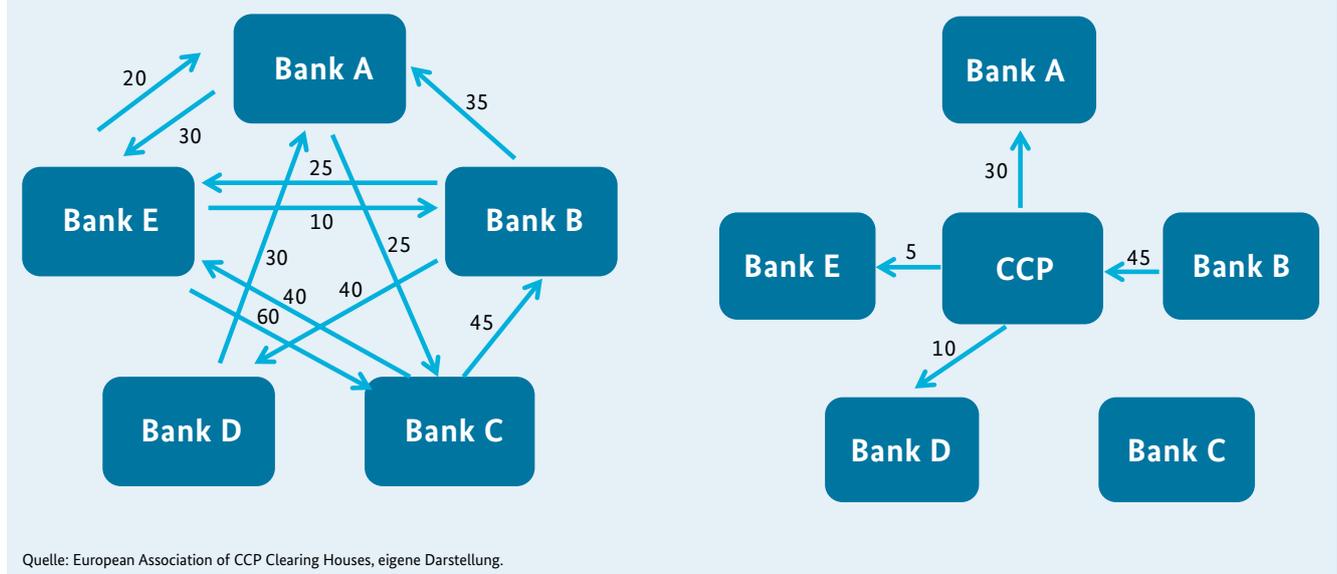
Clearing wird in der Regel von einem Finanzmarktintermediär übernommen, der Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen Käufer und Verkäufer aufrechnet und beiden Seiten die jeweiligen ausstehenden Beträge übermittelt sowie für eine vertragsgemäße Erfüllung sorgt (Nettoclearing).¹ Der Intermediär wird damit für die Ver-

tragsparteien zum zwischengeschalteten Vertragspartner, weshalb er auch als zentrale Gegenpartei (Central Counterparty – CCP) bezeichnet wird.² Anstelle eines ursprünglich unmittelbaren Wertpapiergeschäfts zwischen zwei Vertragsparteien treten somit zwei Transaktionen zwischen dem jeweiligen Vertragspartner und der zentralen Gegenpartei.

Die Begleichung aller bis zu einem Stichtag ausstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten durch eine zentrale Gegenpartei (Netting) reduziert die Transaktionszahl deutlich und führt zu einer insgesamt höheren Effizienz des Derivatehandels. Auf den Clearing-Prozess folgend findet in der Regel kein physischer Transfer der Wertpapiere mehr statt: Diese werden vielmehr zentral verwahrt und elektronisch umgebucht.³

Nachstehendes Beispiel illustriert diese Vereinfachung durch Zwischenschaltung einer zentralen Gegenpartei und Netting: Aus ursprünglich zwölf Einzeltransaktionen zwischen fünf Banken werden vier Transaktionen, für Bank C erübrigt sich angesichts eines wertmäßigen Saldos von 0 sogar jegliche Aktivität (Abbildung 1).

Abbildung 1: Funktionsweise von Clearing



- 1 Genau genommen wird diese Form des Clearings als zentrales Clearing bezeichnet. Im weiteren Text wird hierfür durchgehend der Term Clearing benutzt.
- 2 Er wird sozusagen für den Verkäufer zum Käufer und für den Käufer zum Verkäufer. Dies wird im Englischen als Noviation bezeichnet.
- 3 Die Wertpapieraufbewahrungsfunktion wird wiederum von einer zentralen Verwahrungsstelle übernommen, welche institutionell und räumlich von der zentralen Gegenpartei getrennt sein sollte (Central Securities Depository – CSD).



Hauptvorteil von Clearing über eine zentrale Gegenpartei ist neben der Vereinfachung des Abrechnungsprozesses vor allem die Erhöhung der Sicherheit für die beteiligten Parteien, indem die zentrale Gegenpartei Ausfallrisiken der Vertragspartner übernimmt.

In der Praxis wird die Rolle des Intermediärs im modernen Clearing-Prozess im Normalfall von einem so genannten Clearinghaus wie der britischen LCH (London Clearing House) oder der deutschen Eurex Clearing wahrgenommen.⁴ Das Clearinghaus und seine Mitglieder bilden ein Clearingsystem. Die Mitglieder, welche hauptsächlich Banken sind, müssen für ihre Zulassung als Mitglied bestimmte Anforderungen erfüllen und eine Grundsicherheit (Wertpapiere oder Bar-mittel) leisten. Darüber hinaus verlangt das Clearinghaus von ihnen in der Regel einen bestimmten Prozentsatz des Volumens des jeweiligen Geschäfts als Sicherheit sowie entsprechende Gebühren. Das Clearinghaus stellt im Gegenzug sicher, dass Verträge auch dann eingehalten werden, wenn eine Vertragspartei ausfällt. Mögliche Verluste durch den Ausfall einer Vertragspartei sollen nach dem „Wasserfall-

prinzip“ aufgefangen werden, wonach zuerst auf die geleisteten Sicherheiten des ausfallenden Mitglieds zurückgegriffen wird, dann auf den Beitrag des Mitglieds zu einem so genannten Ausfallfonds, dann auf Rücklagen und Eigenkapital des Clearinghauses und erst dann auf Mittel anderer Mitglieder (so genannte Mutualisation).

Was bedeuten große Clearinghäuser für die Finanzaufsicht?

Im Zuge der letzten Finanzkrise zeigte sich, dass nicht nur von Banken Gefahren für die Finanzstabilität ausgehen können, sondern auch von den bisher wenig transparenten OTC-Derivatemärkten. Als besonders gefährlich galten bekanntermaßen so genannte Credit Default Swaps (CDS) als Derivate zur Absicherung von Kreditausfallrisiken.

Als Lehre aus der Krisenerfahrung einigten sich die G20-Staats- und Regierungschefs 2009 in Pittsburgh daher auf eine Reform der Derivatemärkte. Der Handel (ausreichend)

⁴ International bedeutende und grenzüberschreitend tätige Clearinghäuser sind unter anderem das London Clearing House (Tochter der London Stock Exchange), CME Clearing (Tochter der Chicago Mercantile Exchange) und Eurex Clearing (Tochter der Deutschen Börse). Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA führt aktuell 17 in Europa tätige und unter dem EMIR-Regime zugelassene zentrale Gegenparteien auf.

standardisierter OTC-Derivate sollte künftig über Börsen und elektronische Plattformen laufen, das Clearing standardisierter OTC-Derivate sollte über zentrale Gegenparteien ablaufen und OTC-Derivatekontrakte sollten an ein Transaktionsregister gemeldet werden. Zudem sollten höhere Kapitalanforderungen für nicht zentral abgewickelte Derivatekontrakte gelten.

Durch die seit 2013 geltende Clearingpflicht für Standard-Derivateprodukte sowie für bestimmte nicht-standardisierte OTC-Derivate über Clearinghäuser gewannen Clearinghäuser in den letzten Jahren weltweit erheblich an Bedeutung. Gleichwohl ist das Bild bezogen auf einzelne Instrumente nach wie vor gemischt: Während es beispielsweise bei Zins-Swaps eine Entwicklung hin zu einer verstärkten Abwicklung über zentrale Gegenparteien gab, war eine entsprechende Tendenz beispielsweise bei CDS-Swaps, die zu Zeiten der Finanzkrise eine besondere Aufmerksamkeit genossen, nur wenig zu beobachten.

Ein eher unerwünschtes Ergebnis der Clearing-Verpflichtung ist zudem, dass einige Clearinghäuser so groß und bedeutend geworden sind, dass sie zunehmend selbst unter dem Aspekt der Finanzmarktstabilität betrachtet werden müssen. Angesichts ihrer zentralen Stellung im Finanzsystem und ihrer hohen Transaktionsvolumina werden Clearinghäuser immer stärker systemrelevant. Zugleich sind sie private, gewinnorientierte und im Wettbewerb stehende Unternehmen, die für ihre Eigentümer Rendite erwirtschaften sollen, während ihre Hauptfunktion wiederum vor allem in der Bereitstellung einer adäquaten Infrastruktur besteht. Darüber hinaus haben sich einige Clearing-Anbieter derart erfolgreich auf ausgewählte Finanzprodukte spezialisiert, dass es teilweise zu großen Marktkonzentrationen und marktbeherrschenden Stellungen gekommen ist,⁵ was systemische Risiken potenziell verstärkt.⁶

Analog zur Bankenregulierung fordern Finanzaufseher daher zunehmend Stresstests, höhere Eigenkapitalanforderungen und eine stärkere Aufsicht für Clearinghäuser. Dabei muss



die Finanzmarktregulierung eine Balance finden zwischen den Vorteilen einer höheren Finanzmarktstabilität durch ein besseres Risikomanagement mit Hilfe von Clearinghäusern auf der einen Seite und der Vermeidung systemischer Risiken aufgrund der zunehmenden Größe von Clearinghäusern auf der anderen Seite. Vor diesem Hintergrund sind Clearinghäuser naturgemäß verstärkt Gegenstand sich weiterentwickelnder Finanzmarktregulierung und -aufsicht, die sich in den letzten Jahren stärker international ausrichteten: Nach der European Market Infrastructure Regulation (EMIR)-Verordnung, welche 2012 vom Europäischen Parlament und dem Rat zur Regelung des außerbörslichen Derivatehandels erlassen wurde, unterliegen zentrale Gegenparteien nicht mehr ausschließlich der nationalen Aufsicht, vielmehr helfen so genannte Aufsichtskollegien (Colleges), eine grenzüberschreitende Aufsicht sicherzustellen.⁷ Diese

- 5 Beispielsweise betrug Ende Juli 2017 bei der LCH-Gruppe das Volumen offener Geschäfte allein im Zinsderivategeschäft rund 26,9 Billionen Euro. Die LCH-Tochter SwapClear vereinte nach eigenen Angaben sogar einen Anteil von 95 % aller weltweit abgewickelten Zins-Swaps auf sich.
- 6 Ein weiteres potenzielles Risiko kann sich aus Cross-Margining ergeben. Hierunter versteht man, dass Clearinghäuser Korrelationen verschiedener Derivateklassen ausnutzen, um sich einen Wettbewerbsvorteil durch niedrigere Margin-Anforderungen zu verschaffen. Das Zusammenbrechen scheinbar stabiler Korrelationen kann Clearinghäuser empfindlich treffen, wie der Zusammenbruch des Clearinghauses der Hong Kong Futures Exchange nach dem Börsencrash 1987 gezeigt hat.
- 7 In der EU gibt es für jede zentrale Gegenpartei ein individuelles Kollegium, welches sich aus der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde, den Aufsichtsbehörden der bedienten Handelsplätze, den Aufsichtsbehörden der Clearingmitglieder aus den drei Mitgliedstaaten, auf die die größten Anteile am Ausfallfonds der CCP entfallen, und der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) zusammensetzt. In Deutschland existieren solche Kollegien unter dem Vorsitz der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) für die Eurex Clearing sowie für die European Commodity Clearing.

Kollegien sollen unter anderem dazu beitragen, Risiken der zentralen Gegenparteien besser einzuschätzen, den Informationsaustausch zwischen den Behörden zu verbessern und Lösungen für potenzielle Krisensituationen zu entwickeln. Zudem wirken die Kollegien an den Verfahren der nationalen Behörden mit, welche beispielsweise Zulassung oder Zulassungsentzug der zentralen Gegenpartei betreffen, womit sie zu einer größeren Konvergenz nationaler Aufsichtspraktiken beitragen.

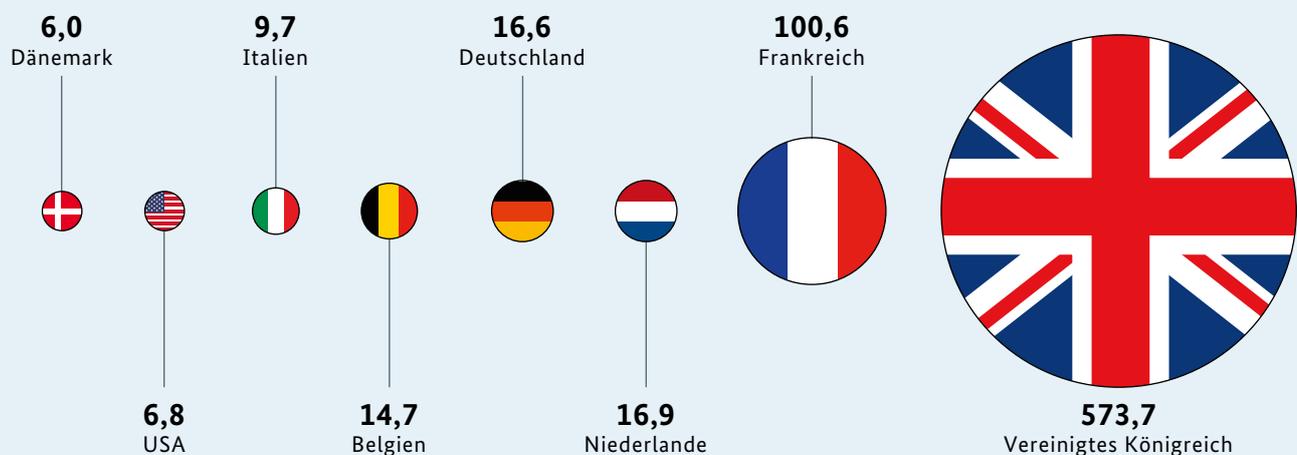
Ein nächster Schritt, der die Stabilität des europäischen Finanzsystems im Kontext mit zentralen Gegenparteien weiter festigen soll, ist – analog zur Bankenregulierung – die Ausarbeitung eines Sanierungs- und Abwicklungsverfahrens für den Fall einer extremen Schiefelage von Clearinghäusern. Dies ist Gegenstand der „Recovery and Resolution Regulation for CCPs“, zu der die EU-Kommission im November 2016 einen ersten Gesetzesvorschlag veröffentlicht hat. Sollten präventive Maßnahmen und ein Einschreiten beteiligter Aufsichtsbehörden nicht ausreichen, so dass eine Abwicklung eines Clearinghauses unumgänglich ist, soll diese möglichst geordnet sowie ohne Gefährdung der Gesamtfinanzstabilität und ohne Abwälzung der finanziellen Lasten auf den Steuerzahler erfolgen. Der Kommissionsentwurf sieht in Analogie zu den Aufsichtskollegien die Schaffung von Abwicklungskollegien vor und gibt den beteiligten Aufsichtsbehörden einen „Werkzeug-

kasten“ zur Abwicklung der betroffenen zentralen Gegenpartei an die Hand. Dieser umfasst unter anderem den Verkauf von Teilen oder der gesamten zentralen Gegenpartei an andere Institutionen, die Abspaltung und den Verkauf essenzieller Geschäftsteile bei Liquidierung anderer Geschäftsteile, Abschläge bei geleisteten Sicherheiten und Aufforderungen an die Clearinghaus-Mitglieder zur Bereitstellung zusätzlicher Mittel (so genannte Cash Calls) sowie Abschreibungen von Verbindlichkeiten und Rekapitalisierung der zentralen Gegenpartei. Im Rahmen einer Abwicklung soll dabei zukünftig keine Vertragspartei schlechter gestellt werden als im Insolvenzfall.

Was bedeutet der Brexit für das Euroclearing?

Euroclearing, also das Clearing von auf Euro lautenden Derivategeschäften, findet derzeit zu mehr als 75 % in London statt und wird konkret insbesondere von der London Stock-Exchange-Tochter LCH geleistet. So wird beispielsweise das tägliche durchschnittliche Handelsvolumen von auf Euro lautenden Zinsderivaten im Vereinigten Königreich auf 574 Milliarden US-Dollar (rund 487 Milliarden Euro) geschätzt. Es wird angenommen, dass lediglich ein Viertel dieser Handelsaktivität auf kontinentaleuropäische Unternehmen zurückgeht.

Abbildung 2: Täglicher Euro-Derivatehandel nach Land (Mrd. US-Dollar)



Quelle: Bloomberg (2017), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, OTC-Zinsderivatekontrakte.

Nicht nur die Bedeutung dieser Geschäfte, sondern eben auch die Gewährleistung einer funktionierenden Aufsicht erklären das grundsätzliche und zuletzt deutlich gewachsene Interesse am Standort des Euroclearings. So hatte beispielsweise die Europäische Zentralbank (EZB) bereits 2011 zur Gewährleistung einer effektiven Aufsicht versucht, mit einer Verfügung dafür zu sorgen, dass zentrale Gegenparteien mit einem täglichen Geschäftsvolumen von über 5 Milliarden Euro ihr Geschäft von der Eurozone aus führen sollten. Dazu kam es seinerzeit jedoch nicht, da der Europäische Gerichtshof die EZB-Verfügung aufgrund fehlender Regelungskompetenzen für nichtig erklärte.

Diese Aufsichtsdebatte ist nun angesichts des bevorstehenden Brexit erneut aufgeflammt: So sprachen sich zuletzt etliche Finanzmarktakteure und -aufseher für eine Verlagerung eines Großteils des Euroclearings in die Europäische Union der 27 Mitgliedstaaten aus. Dabei wurden neben standortpolitischen Aspekten auch die rechtlichen und praktischen Schwierigkeiten angeführt, nicht in der Europäischen Union angesiedelte Clearinghäuser effizient zu überwachen und notfalls abwickeln zu können. Im Krisenfall wären britische Clearinghäuser nach einem vollzogenen Austritt der Kontrolle der EU-Aufseher weitgehend entzogen und unterlägen ausschließlich britischen Vorschriften. Die Bereitstellung von Liquidität für eine zentrale Gegenpartei würde zudem in die Verantwortung der Bank of England fallen, wofür diese ihrerseits vom Eurosystem bereitgestellte Euro benötigen würde.⁸

Angesichts dieser Herausforderungen sehen ein aktueller Gesetzgebungsvorschlag der Europäischen Kommission sowie ein Vorstoß der EZB vor, der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA zusätzliche Aufsichtskompetenzen zu übertragen, um auch Drittstaaten-Clearinghäuser zu beaufsichtigen. Sollte dies nicht ausreichen, sollten laut Kommissionsvorschlag zentrale Gegenparteien zu einer Verlagerung von Teilen des bislang jenseits des Ärmelkanals beheimateten Euroclearings auf den Kontinent bewegt werden oder ihnen gegebenenfalls eine Tätigkeit in der EU untersagt werden. Aus Sicht des Vereinigten Königreichs stehen ein lukratives Geschäftsfeld und laut einer Schätzung von EY im Auftrag der London Stock Exchange bis zu 83.000 Jobs in der britischen Finanzbranche auf dem Spiel. Andere Stimmen hingegen sehen Clearing

als ein nicht besonders personalintensives Geschäft (einige tausend Arbeitsplätze direkt im Londoner Clearinggeschäft), betonen aber die enormen Geschäftsvolumen von Euroclearing. Eine Stärkung neuer Akteure und Standorte ist jedoch sehr wahrscheinlich. Eine finale Lösung für diese Herausforderung steht bislang aus; die Thematik des künftigen Umgangs mit Euroclearing nach einem britischen Austritt aus der Europäischen Union wird aber mit hoher Sicherheit weiter an Brisanz gewinnen.

Fazit: Ungewisse Zukunft des Euroclearing

Clearing ist nicht zuletzt auch aus einer realwirtschaftlichen Perspektive wichtig: Es kann einen Beitrag zu einem besseren Risikomanagement von Unternehmen leisten, indem es die Nutzung von Derivaten verbilligt und verbreitet. Die Clearingpflicht für bestimmte Finanzmarktinstrumente hat wesentlich zu einer gestiegenen Bedeutung von Clearinghäusern beigetragen und dürfte in Summe einen relevanten Beitrag zu einer höheren Finanzmarktstabilität leisten. Auf der anderen Seite resultieren aus der neuen und großen Marktkonzentration potenzielle systemische Risiken, auf deren Eindämmung verschiedene Finanzmarktregulierungsvorhaben abzielen. Durch das Brexit-Votum hat das Thema an besonderer Brisanz gewonnen, da Clearing von auf Euro lautenden Derivaten bislang nahezu ausschließlich im Vereinigten Königreich erfolgt. In Abwesenheit entsprechender Regelungen dürfte Euroclearing daher demnächst nicht mehr europäischen Gesetzen unterliegen. Nicht zuletzt, weil Euroclearing ein lukratives Geschäftsfeld ist, an welchem durchaus auch andere internationale Finanzplätze außer London Interesse haben, ist die Entscheidung über seine Zukunft kontrovers und wichtig. Sowohl die richtigen politischen Weichenstellungen als auch die Akzeptanz des Marktes dürften hierfür ausschlaggebend sein. Dabei scheint eine Übersiedlung „über Nacht“ alleine aus operativen Gründen unrealistisch. Aufgrund der realwirtschaftlichen Bedeutung von Clearing sollte gleichwohl eine rasche Lösung gefunden werden, die vor allem nicht die Absicherungsbedingungen für Unternehmen verschlechtert.

Kontakt: Jan Weidner
Referat: Geld, Kredit, Finanzmärkte

8 So beispielsweise die Einschätzung von Bundesbank-Vorstandsmitglied Joachim Wuermeling: „Das Euro-Clearing ist für Europa von zentraler Bedeutung“, Gastbeitrag in der Börsen-Zeitung vom 19.05.2017.