

# EMIR stärkt den OTC-Derivatehandel

Bei der Neuregelung für außerbörsliche Derivate hat der Gesetzgeber von einer Null-Toleranz-Politik abgesehen. Über Margin-Mechanismen, ein Meldewesen und Rücklagenfonds wird Stabilität in den Markt gebracht. Die Reform sollte dabei nicht als reines Backoffice-Projekt aufgefasst werden, denn sie hat auch anlagentechnische Konsequenzen.



Gastbeitrag von Gero Breuer,  
Leiter Trading- und Orderdesk, BayernInvest

Ziel der European Market Infrastructure Regulation (EMIR) ist die „Zähmung“ des Marktes für außerbörsliche Derivate durch erhöhte Transparenz und Risikokontrolle. Politisch wurde die Kettenreaktion infolge der Lehman-Pleite auf dem Markt für außerbörsliche Derivate als eine Ursache der Krise ausgemacht. In den USA fand diese Sicht Eingang in den Dodd-Frank-Act. In Europa fußt die neue Derivate-Regulierung neben EMIR auf MiFiD II und der aus Basel III erwachsenden CRD-IV-Richtlinie zur Eigenkapitalanforderung der Banken.

## Erhöhte Sicherheit und Transparenz

Die Neuregelung sieht vor allem die Einführung von Meldevorschriften sowie die Etablierung von zentralen Kontrahenten (CCP) für ausgewählte außerbörsliche Derivate-Geschäfte vor. Der zentrale Kontrahent tritt als Vertragspartei zwischen Käufer und Verkäufer und verlangt von den Handelspartnern eine Sicherheitshinterlegung (margin), so dass der Ausfall eines Kontrahenten nicht mehr automatisch zu einem wertlosen Verfall der Positionen führt. Da CCPs in hohem Maße systemrelevant sind, unterliegen sie einem engmaschigen Regelwerk. Dieses schreibt unter anderem Rücklagenfonds vor, die durch die Mitglieder entsprechend der Risiken der Derivateportfolios mit Einlagen zu versehen sind. Vorgaben zu Margin-Mechanismen und zur Qualität der Sicherheiten kommen hinzu. Darüber hinaus müssen die meisten außerbörslichen Derivate-Geschäfte künftig über elektronische Handelssysteme und elektronische Bestätigungssysteme abgewickelt werden. Alle Geschäfte in außerbörslichen Derivaten müssen an spezielle Handelsregister gemeldet werden. Die Details hierzu werden von der europäischen Wertpapier-Aufsichtsbehörde ESMA per 30. September 2012 festgelegt.

Es gibt Ausnahmen von der Clearing-Pflicht. Im Unterschied zu FX-Optionen sind FX-Forwards nicht von der neuen Regelung betroffen. Sie unterliegen jedoch heute schon vielfach einem bilateralen Collateral Management und damit einem Besicherungsmechanismus. Ausnahmen gibt es auch für Banken, die in einem Verbund miteinander handeln sowie für Nichtfinanzgegenparteien, deren Derivate-Exponierung sich unterhalb eines Schwellenwertes befindet. Ausgenommen wurden zudem Devisentermingeschäfte. Dieser Sachverhalt sollte Investoren jedoch nicht zu der Annahme verleiten, von EMIR und MiFiD II nicht tangiert zu sein. Denn die Capital-Requirements-Directive-(CRD)-IV-Richtlinie verpflichtet dazu, nicht geclearte Derivate mit einer höheren Eigenkapitalquote zu unterlegen. Die höheren Eigenkapitalkosten werden weitergereicht. Dem können sich auch die ausgenommenen Institutionen nicht entziehen. Als trojanisches Pferd fungiert zudem die Reporting-Pflicht, die für alle OTC-Derivate gilt. Dieser Verpflichtung können KAGen oder andere Marktteilnehmer am einfachsten über die Nutzung eines elektronischen Bestätigungssystems nachkommen. In diese Systeme importiert man die Geschäfte über elektronische Handelssysteme. Insofern entsteht unabhängig von der letztendlichen Ausgestaltung der ESMA-Regeln eine starke Tendenz zur Einführung elektronischer Systeme.

Rein theoretisch kann die Clearingpflicht durch eine „Beimischung“ nichtlinearer Komponenten bei den Derivaten umgangen werden. Aufgrund der CRD-IV-Richtlinie verursacht aber auch dies höhere Handelskosten. Hinzu kommt, dass solche Derivate unter Umständen manuell bearbeitet werden müssen. Eine rein gestalterische Beifügung nichtstandardisierter Komponenten erscheint somit nicht vernünftig. Auch kann die Reporting-Pflicht hierdurch nicht umgangen werden.

Zur Einführung eines verpflichtenden zentralen Clearingmechanismus muss das Rad nicht neu erfunden werden. Seit einigen Jahren existieren bereits entsprechend spezialisierte Unternehmen am Markt. So unterlagen beispielsweise 2008 rund 40 Prozent des Nominalwertes der OTC-Derivate von Lehman Brothers einem Central Clearing – allerdings auf freiwilliger Basis. Erfahrung mit den zugrundeliegenden Prozessen ist also vorhanden. Bei den Zinsderivaten etwa bietet LCH Clearnet ein umfangreiches Angebot, das beim Konkurs von Lehman Brothers bereits erfolgreich war. Konkurrenz wird hier durch die Eurex erwartet. Im Bereich der Kreditderivate bieten ICE und CME ein Clearing an. In Europa werden Angebote von ICE Europe erst im dritten Quartal zur Verfügung stehen. Die LCH plant über ihre französische Tochter LCH SA Kreditderivate entsprechende Leistungen. Auch die Eurex hat ein Clearingangebot für CDS technisch aufgesetzt. Es wäre allerdings wünschenswert, wenn sich der Markt durch eine Zunahme der Konkurrenz künftig weiter differenzieren könnte.

Mit Blick auf Informationsstellung des Clearing Brokers wird Central Clearing mitunter kritisch betrachtet. Denn diese erhalten einen genauen Einblick in die über sie geclearten OTC-Derivate und somit zentralisiert relevante Marktinformationen. Die Pflicht zum Aufbau lückenloser Chinese-Walls kann diese Gefahr jedoch weitgehend ausschließen. Der regulatorische Aufsichtsdruck sowie das existenzielle Risiko eines Ausschlusses als Clearing Member sind weitere Barrieren gegen ein potenzielles Fehlverhalten. Insofern ist nicht damit zu rechnen, dass hier systematisch Probleme auftreten sollten.

## Pragmatischer und wirkungsvoller Ansatz

Mit EMIR verzichtet der Gesetzgeber auf einen „Zero-Tolerance“-Ansatz und entscheidet sich für einen im Grundsatz kooperativen Weg. Im Vergleich zum aufgehobenen Glass-Steagall-Act infolge der Weltwirtschaftskrise wird hier nicht eine Zerschlagung von Finanzinstituten verfolgt, um zukünftige Flächenbrände einzudämmen. Von einem harten Verbot von OTC-Derivaten hat die Politik jedenfalls abgesehen. Hier sei auch an den Commodity Exchange Act erinnert, der 1936 in den USA die Verpflichtung zum Handel von Futures und (Rohstoff)-Optionen an organisierten Börsen vorschrieb. Der Commodity Futures Modernization Act in den USA hat diese Regulierung erst im Jahr 2000 aufgehoben. Vielfach wird diese Deregulierung heute kritisch hinterfragt. Die Politik hat sich aber entschlossen, nicht das Rad der Zeit zurückzudrehen. Statt harter Verbote verfolgt man den Ansatz der Risikokontrolle. Kritiker sehen darin einen großen Erfolg der Lobby. Verkannt wird dabei, dass über den Margin-Mechanismus, das Meldewesen und die Rücklagenfonds starke Stabilisierungsmechanismen geschaffen wurden. Gerade die risikoabhängige Beteiligung an den Rücklagenfonds seitens der Clearing Broker erhöht den Druck zur gegenseitigen Kontrolle. Das könnte in der Praxis stärker wirken als die Überwachung der Behörden. In jedem Fall ergänzen die Meldungen sowie die neutrale Ermittlung von Bewertungspreisen durch den CCP das interne Risiko-Controlling. Dass Informationen

an Überwachungsinstanzen vorbeifließen, wird nochmals deutlich erschwert. Die Reißleine zu ziehen, erzwingt der Margin-Mechanismus. Gelingt dies einmal nicht, ermöglicht der Clearing-Mechanismus das Herausbrechen einzelner großer Institute aus dem Finanzsystem. Insofern wurde hier eine deutliche Verbesserung geschaffen.

## Auswirkungen auf das Portfoliomanagement

Aus Sicht des Asset Managements ist es wichtig, die Reform nicht als reines Backoffice-Projekt zu begreifen. Besonders die anlagestrategischen Konsequenzen sind für Asset Manager und ihre Kunden hoch. Aufgrund der Gebühren steigen kurzfristig zunächst die Handelskosten. Dem wirkt mittelfristig jedoch die Vorschrift zum elektronischen Handel entgegen. Erfahrungsgemäß führt dies zu kompetitiveren Handelspreisen. Gravierender wirken aber die Kosten der Beschaffung von Sicherheiten. Nicht alle Fonds halten die von den CCPs geforderte Sicherheitsqualität. Werden OTC-Derivate eingesetzt, müssen Staatsanleihen oder Cash gestellt werden. Das verursacht direkte Kosten oder Opportunitätskosten, wenn niedriger rentierliche Sicherheiten vorgehalten werden. Betroffen ist auch der Aktienbereich. Hier gibt es eine Vielzahl von Einsatzgebieten für Equity-Swaps oder Equity-Index-Swaps, die speziell im Bereich der Quellensteuerthematik eingesetzt werden. Diese Strategien werden durch die CRD-IV-Thematik deutlich unattraktiver.

Im Prinzip machen sich diese Auswirkungen auch beim mittlerweile etablierten klassischen Collateral Management bemerkbar. Aufgrund von Mindesttransferbeträgen und einem wöchentlichem Berechnungsmodus spüren kleinere und mittlere Mandate die Auswirkungen dieser Entwicklung vielfach noch nicht. Beim Central Clearing gibt es jedoch regulatorisch bedingt keine Mindesttransferbeträge. Bei gelisteten Derivaten ändert sich nichts. Das Schreiben von gelisteten Calls und Puts zur Renditeoptimierung bleibt unberührt. Bei OTC-Optionen auf Aktien nehmen die Unterschiede zu Flex-Optionen ab. Hier wird eine noch deutlichere Tendenz zu gelisteten Derivaten auftreten.

## Nicht perfekt, aber die Richtung stimmt

Als Fazit lässt sich festhalten, dass EMIR eine starke Verbesserung der Infrastruktur mit sich bringt. Es ist natürlich noch keine perfekte Regulierung. Die Richtung aber stimmt. Der Druck zur branchenweiten Automatisierung und zum Straight Through Processing ist aus Risiko- und Effizienzsicht zu begrüßen. Der Margin-Mechanismus wirkt dem Aufbau von Risikopositionen effektiv entgegen und führt in Zusammenhang mit dem Reporting zu einer Verbesserung des Risikomanagements. Gerade intern tragen die Reports und Preise der Clearing Broker zur Transparenz bei. Insofern spricht vieles dafür, dass der Ausfall einzelner Marktteilnehmer in Zukunft keine Kettenreaktionen mehr auslösen wird.