

Theobald, Thomas

**Research Report**

## Über die Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien (BT-Drucksache 19/15665)

IMK Policy Brief, No. 86

**Provided in Cooperation with:**

Macroeconomic Policy Institute (IMK) at the Hans Boeckler Foundation

*Suggested Citation:* Theobald, Thomas (2020) : Über die Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien (BT-Drucksache 19/15665), IMK Policy Brief, No. 86, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf, <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-2020052613163492305234>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/213417>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de>

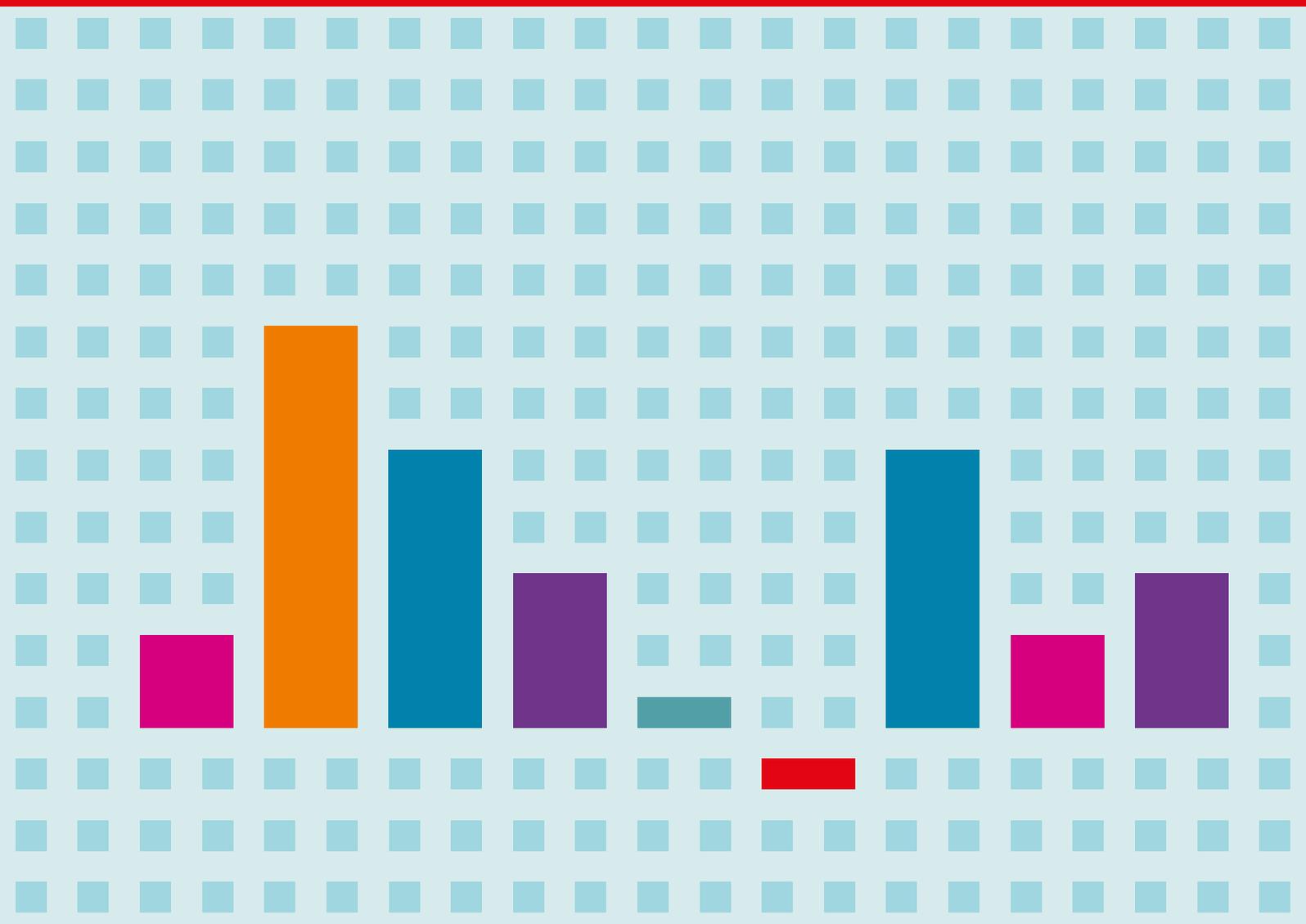
# POLICY BRIEF

Das IMK ist ein Institut  
der Hans-Böckler-Stiftung

IMK Policy Brief Nr. 86 · Januar 2020

## ÜBER DIE SANIERUNG UND ABWICKLUNG VON ZENTRALEN GEGENPARTEIEN (BT-DRUCKSACHE 19/15665)

Thomas Theobald



**Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur  
Einführung von Sondervorschriften für die Sanierung und  
Abwicklung von zentralen Gegenparteien und zur  
Anpassung des Wertpapierhandelsgesetzes an die  
Unterrichtung- und Nachweispflichten nach den Artikeln  
4a und 10 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012**

Thomas Theobald, IMK<sup>1</sup>

## **1 Kritische Würdigung**

Eine zentrale Gegenpartei oder Kontrahent (Central Counterparty, CCP) ist im Finanzwesen eine juristische Person, die bei Finanztransaktionen zwischen Verkäufer und Käufer tritt und somit als Vertragspartner für beide Positionen dient. Im Rahmen der G20 wurde nach der Finanzmarktkrise von 2007/08 zur Reduzierung des Kreditausfallrisikos und zur Steigerung der Transparenz der Geschäfte eine Stärkung der Rolle von CCP bei der OTC Derivateabwicklung beschlossen. Angesichts der wachsenden Bedeutung von CCPs ist der vorliegende Gesetzentwurf der Bundesregierung zur Schaffung eines speziellen Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von CCPs zu begrüßen, da CCPs aufgrund der regulatorischen Neuausrichtung des Finanzsystems als systemrelevante Knotenpunkte fungieren, von denen systemische Risiken aufgrund ihrer Verflechtung mit einer Vielzahl von Marktteilnehmern ausgehen können.

Ebenfalls zu begrüßen ist, dass die Bundesregierung in diesem Fall proaktiv handelt und nicht auf die Verabschiedung eines entsprechenden EU-Verordnungsentwurfs für die Sanierung und Abwicklung von CCPs durch den Europäischen Rat wartet. Die Gründe für die bislang fehlende Einigung über den vom November 2016 stammenden Entwurf der EU-Kommission sollten aber öffentlich gemacht werden. Eine mögliche Interpretation unterstützt die Ansicht, dass das de facto in Europa entstandene System weniger relevanter CCPs (*oligopol of national champions*) unter der Gefahr **regulatorischer Arbitrage** leidet. Vergleiche dazu (Theobald & Tober 2018, S.9-13):

---

<sup>1</sup>Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung der Hans-Böckler Stiftung, Referat Finanzmärkte und Konjunktur, thomas-theobald@boeckler.de.

*Eine zweite Motivation [neben dem Brexit] für eine Neuordnung der EMIR ist die Gefahr regulatorischer Arbitrage (Friedrich et al. 2018). Zwar besteht derzeit schon ein einheitlicher Aufsichtsrahmen; die Überwachung der Regularien obliegt aber Aufsichtskollegien unter federführender Leitung der national zuständigen Behörden – in Deutschland etwa der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Bei den von der ESMA genehmigten CCPs mit Sitz in der EU ist die Mehrzahl der Mitgliedsländer genau einmal vertreten. Im heutigen Finanzsystem müssen die CCPs zudem allesamt über die nötige Infrastruktur verfügen, Geschäfte grenzüberschreitend abzuwickeln. Vergegenwärtigt man sich dann noch der Tatsache, dass die Abwicklung jedes einzelnen Geschäfts eine vergleichsweise niedrige Marge bringt und erst über Skaleneffekte eindeutige Kostenvorteile erreicht werden können, so besteht die Gefahr, dass dort Wettbewerbsvorteile gegenüber Konkurrenten erreicht werden können, wo die federführende nationale Aufsicht die am wenigsten strenge Überwachung, insbesondere der entwickelten Anforderungen an ein effizientes Margin-Call System, an den Tag legt. Krahen & Pelizzon (2016) bezeichnen eine solche Anreizstruktur als “predatory margining” (räuberische Ausgestaltung des Margin Systems zur Erhöhung des Marktanteils). Der Neuordnungsvorschlag der Kommission sieht zwar insgesamt eine stärkere Rolle der übrigen Mitglieder der Aufsichtskollegien, der ESMA und der Eurosystem-Zentralbanken vor, stellt jedoch die grundsätzliche Leitungsstruktur der Aufsichtskollegien oder die Marktstruktur einer Vielzahl privater, miteinander konkurrierender CCPs nicht in Frage. Es besteht daher die Gefahr, dass die Neuordnung der CCP-Regulierungsstruktur, so wie sie sich derzeit anbahnt, nicht ausreichend stabilisierend wirkt. Die ESMA scheint angesichts der zusätzlich übertragenen Aufgaben mit ihrer aktuellen Ressourcenausstattung überausgelastet...*

:

*Vor diesem Hintergrund erscheint die von Friedrich et al. (2018) hervorgebrachte Skepsis berechtigt, derzufolge die jetzige Struktur von privaten, miteinander konkurrierenden CCPs nicht die bestmögliche Lösung aus Sicht der Finanzmarktstabilität darstellt. Vielmehr könnte die Gewinnerzielungsabsicht der CCPs langfristig in Widerspruch zur vollumfänglichen Erfüllung der aufgrund der Systemrelevanz gegebenen regulatorischen Anforderungen stehen. Dabei ist zu beachten, dass erst das berechnete Anliegen, die OTC-*

*Derivatemärkte stärker zu regulieren, den CCPs massiv zum Ausbau ihrer Geschäftstätigkeit verholfen hat. Wie Friedrich et al. (2018) deutlich machen, war bei Entstehen der Regeln durchaus auch im Gespräch, CCPs in **öffentlicher Trägerschaft** zu führen. Dies wäre eine konsequente Lösung. Die erhobenen Gebühren müssten in diesem Fall nur die Verwaltungs- und Risikokosten der CCPs abdecken, ohne dass eine darüber hinausgehende Gewinnerzielungsabsicht Anreiz zur regulatorischen Arbitrage böte. In jedem Fall sollten die personellen und technischen Ressourcen der ESMA so gestaltet werden, dass sie einer umfassenden Aufsichtsfunktion der CCPs gerecht werden kann.*

Zwar kann von dem vorliegenden Gesetzesentwurf nicht erwartet werden, dass er eine suboptimale Ausgestaltung des CCP Systems in den Verordnungen (EU) Nr. 648/2012 und 2019/834 grundsätzlich überarbeitet. **Leider fehlt dem Gesetzesentwurf aber an einigen Stellen, an denen dies möglich erscheint, der Mut strengere regulatorische Auflagen bzw. Abwicklungsinstrumente einzufordern.** Es besteht daher die Gefahr, dass der Entwurf seinem Ziel, "Maßnahmen festzulegen, die die Finanzstabilität wahren und gleichzeitig die Kosten eines Ausfalls einer CCP für die Steuerzahler [...] minimieren" nur bedingt nachkommt (BT-Drucksache 19/15665). Vielmehr könnte das Ausmaß systemischer Risiken weiter unterschätzt bleiben (Gennaioli et al. 2013).

## 2 Abwicklungsinstrumente

Risiken, die sich aufgrund des Ausfalls von Clearingmitgliedern oder originärer Art beim CCP materialisieren, werden grundsätzlich im Rahmen des sogenannten Wasserfallprinzips abgedeckt. Artikel 45 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 nennt hierzu (nach zunehmender Materialität) die Einschusszahlungen des ausgefallenen Clearingmitglieds (Absatz 2), dem CCP zugeordnete Eigenmittel (Absatz 4) und die Mittel des Ausfallfonds (Absatz 3), zu dem alle, also auch nichtausgefallene Clearingmitglieder beigetragen haben. Zudem verbietet Absatz 4 die Verwendung von Einschusszahlungen nichtausgefallener Clearingmitglieder.

Überdies stellt der Entwurf zur Änderung des Sanierungs- und Abwicklungsgesetzes den Abwicklungsbehörden im Sanierungs- und Abwicklungsfall einer CCP die Instrumente der Vertragsbeendigung

(§ 152j), der Minderung zu zahlender Gewinne nichtausgefallener Clearingmitglieder (§ 152k) und des zusätzlichen Barmittelabrufs in Höhe des Beitrags zum Ausfallfonds (§ 152l) zur Verfügung.

Grundsätzlich erscheinen die vorgeschlagenen Instrumente und Konditionalitäten, unter denen sie eingesetzt werden, für den Sanierungs- und Abwicklungsfall einer CCP sinnvoll. Es ergeben sich aber im Detail folgende Anmerkungen, die auf die **Gefahr der Unterschätzung systemischer Risiken einer CCP** hindeuten:

1. Die Nettogewinne, die für jedes nichtausgefallene Clearingmitglied insgesamt gemindert werden können, sind gemäß §152k Absatz 3 der Höhe nach beschränkt auf den doppelten Beitrag des nichtausgefallenen Clearingmitglieds zum Ausfallfonds der CCP. **Diese Beschränkung erscheint arbiträr gewählt und angesichts der ebenso vagen Festlegung der Höhe der Beiträge zum Ausfallfonds nicht angemessen.**
2. Die Anforderung aus den oben genannten EU-Verordnungen sehen vor, dass der Ausfallfonds einer CCP so beschaffen ist, dass er den Ausfall des größten Clearingmitglieds oder, wenn die Risikopositionen der beiden folgenden Clearingmitglieder größer als die des größten Clearingmitglieds sind, den Ausfall des zweit- und drittgrößten Clearingmitglieds abdecken kann. Im Fall systemischer Finanzmarktkrisen könnte diese Ausstattung nicht ausreichen. Bspw. gibt es allein in den USA sechs global systemrelevante Banken (GSIB), die im Extremfall einer weiteren US-Finanzmarktkrise alle gleichzeitig betroffen sein könnten. Aufgrund ihrer Größe und Verflechtung mit dem globalen Finanzsystem sind diese Banken Klienten der meisten CCP. **Eine großzügigere Ausstattung würde sich also an einer höheren Zahl von Clearingmitgliedern, etwa der Zahl der GSIB Kunden, als Bemessungsgrundlage orientieren. Ein ähnliches Argument kann für die bisher wenig transparente Festlegung notwendiger Eigenmittel der jeweiligen CCP (durch die ESMA) gemacht werden.**
3. Für den Nichtjuristen ist schwer ersichtlich, inwieweit der Entwurf eines nationalen Gesetzes zur Einführung von Sondervor-

schriften für die Sanierung und Abwicklung von CCP dazu genutzt werden kann, über die Anforderungen der EU-Verordnungen hinaus zu gehen. In jedem Fall **fehlen aber in dem Gesetz Aussagen darüber, dass die nationale Aufsichtsbehörde Einfluss auf eine dynamische Anpassung des Ausfallfonds und der Eigenmittel nimmt**, sofern ihr Indizien für eine sich verändernde Eintrittswahrscheinlichkeit eines möglichen Sanierungs- und Abwicklungsfalles vorliegen.

### 3 Änderungen des Kapitalanlagegesetzbuchs

Aus Sicht der Finanzmarktstabilität erscheint die Aufnahme des Swing-Pricing Ansatzes für den Rückgabepreis von Investmentfondsanteilen (mit Ausnahme von Immobilienfondsanteilen) sinnvoll, da hierdurch tendenziell langfristige Anlagen und das Gesamtfondsvermögen bevorteilt werden. Ähnliches gilt für die in Sondersituationen gebotene Eindämmung von Liquiditätsrisiken in Form der Beschränkung der Rücknahme der Anteile durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft bis zu höchstens 15 Arbeitstagen (Entwurf §98 Absatz 1b).

**Aus Sicht des Verbraucherschutzes muss aber gewährleistet sein, dass neue im Kapitalanlagegesetzbuch ermöglichte Fondsausstattungen von Anlegern, insbesondere von Kleinanlegern, verstanden werden und nicht im “Kleingedruckten” der Anlagebedingungen untergehen.** Das gilt insbesondere für die Erteilung einer unwiderruflichen Rückgabeerklärung gegenüber der Kapitalverwaltungsgesellschaft über eine in den Anlagebedingungen festgelegte Rückgabefrist von höchstens einem Monat (Entwurf §98 Absatz 1a), da sich innerhalb eines solchen Zeitraum erhebliche Preisunterschiede ergeben können.

Neben aufzuerlegenden Dokumentationspflichten sollten die Aufsichtsbehörden das Verständnis der Anleger über die zusätzlichen Fondsausstattungen durch wiederkehrende Analysen sicherstellen. So sollte bspw. ein Fond der Swing Pricing anwendet tendenziell weniger Kurzfristanlagen verzeichnen, als einer, der dieses Ausstattungsmerkmal nicht besitzt.

## Literatur

- Friedrich, J., Resch, C. & Thiemann, M. (2018), If you do it, do it right - The need for a Common European Supervisory Architecture for CCPs, SAFE Policy Letter 70, Sustainable Architecture for Finance in Europe.
- Gennaioli, N., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2013), 'A model of shadow banking', *The Journal of Finance* **68**(4), 1331–1363.
- Krahen, J. P. & Pelizzon, L. (2016), Predatory Margins and the Regulation and Supervision of Central Counterparty Clearing Houses (CCPs), SAFE White Paper 41, Sustainable Architecture for Finance in Europe.
- Theobald, T. & Tober, S. (2018), IMK Finanzmarktstabilitätsbericht - Zehn Jahre nach der Krise - Der regulatorische Druck lässt nach, IMK Report 121, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung.

---

## Impressum

### Herausgeber

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) der Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39,  
40476 Düsseldorf, Telefon +49 211 7778-312, Mail [imk-publikationen@boeckler.de](mailto:imk-publikationen@boeckler.de)

Die Reihe „IMK Policy Brief“ ist als unregelmäßig erscheinende Online-Publikation erhältlich über:  
[https://www.boeckler.de/imk\\_5036.htm](https://www.boeckler.de/imk_5036.htm)

ISSN 2365-2098



Dieses Werk ist lizenziert unter der Creative Commons Lizenz:  
*Namensnennung 4.0 International (CC BY).*

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.

Den vollständigen Lizenztext finden Sie hier: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de>

Die Bedingungen der Creative Commons Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Abbildungen, Tabellen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.

---