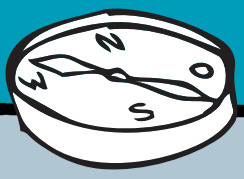
AUSTRITTSVERHANDLUNGEN DER EUROPÄISCHEN UNION MIT DEM VEREINIGTEN KÖNIGREICH:

BREXIT-RISIKEN MINIMIEREN UND DEN EUROPÄISCHEN KAPITALMARKT STÄRKEN

Empfehlungen des Deutschen Aktieninstituts
2. Positionspapier



Deutsches Aktieninstitut

Herausgeber: Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
www.dai.de

Oktober 2017
Alle Rechte vorbehalten
ISBN 978-3-934579-81-1

Zum Download siehe www.dai.de

AUSTRITTSVERHANDLUNGEN DER EUROPÄISCHEN UNION MIT DEM VEREINIGTEN KÖNIGREICH:

BREXIT-RISIKEN MINIMIEREN UND DEN EUROPÄISCHEN KAPITALMARKT STÄRKEN

Empfehlungen des Deutschen Aktieninstituts
2. Positionspapier

2. Positionspapier des Deutschen Aktieninstituts e.V. zu den Brexit-Verhandlungen
Stand: 27. Oktober 2017

Vorwort

Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union wird erhebliche Konsequenzen für die europäische Wirtschaft und Gesellschaft haben. Wie diese im Detail aussehen, ist nach wie vor nicht absehbar, da der Ausgang der derzeit laufenden Verhandlungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union weiterhin völlig offen ist. Damit verlieren die Unternehmen dringend benötigte Zeit, um sich auf die neue Situation einzustellen.

Das Deutsche Aktieninstitut fordert die Verhandlungspartner deshalb einmal mehr auf, konstruktive und praxisnahe Lösungen anzustreben, um die negativen Auswirkungen des Brexit auf die betroffenen Volkswirtschaften zu minimieren. Wirtschaft und Bevölkerung wünschen sich fachlich fundierte und rationale Entscheidungen, die unter Abwägung aller positiver wie negativer Konsequenzen getroffen werden.

Zur fachlichen Unterstützung der Verhandlungsführer auf Länder-, Bundes- und EU-Ebene hat das Deutsche Aktieninstitut ein interdisziplinäres Projekt aufgesetzt. Mitglieder des Deutschen Aktieninstituts bringen ihre spezifische Erfahrung und ihr Wissen in die Arbeit ein und weisen darauf hin, welche Themengebiete in den Verhandlungen von besonderem Belang sein sollten. Es werden konkrete Lösungsmöglichkeiten aufgezeigt, welche die negativen Auswirkungen auf die betroffenen Volkswirtschaften minimieren können. Ich danke an dieser Stelle allen Mitgliedern des Brexit-Projekts für ihre herausragende und zeitaufwendige Arbeit.

Das vorliegende zweite Positionspapier ergänzt das erste aus dem Februar 2017 und identifiziert weitere Themenfelder mit besonderer Relevanz für europäische Unternehmen. Beide Papiere werden regelmäßig überprüft, weiter diskutiert und bei Bedarf überarbeitet und ergänzt. Die Dokumente stellen jeweils die Anregung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar. Künftige Entwicklungen können und werden es erforderlich machen, die Ausführungen dem jeweils aktuellen Verhandlungsstand anzupassen.

Der Inhalt dieses Positionspapiers gliedert sich in zwei Teile: Teil I beschreibt allgemeine, übergeordnete Überlegungen, die im Rahmen der Brexit-Verhandlungen Beachtung finden sollten. Teil II geht im Detail auf technische Aspekte und Fragen der Regulierung im Kapital- und Finanzmarktrecht ein, die im ersten Positionspapier noch nicht bearbeitet wurden.

Das Deutsche Aktieninstitut und seine Mitglieder stehen den Verhandlungsführern und anderen Interessierten zu den nachfolgenden Analysen und Ausführungen zum Brexit gern als kompetente Gesprächspartner zur Verfügung.

Frankfurt am Main, im Oktober 2017

Dr. Christine Bortenlänger

Geschäftsführender Vorstand
Deutsches Aktieninstitut e.V.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort 4
Executive Summary 9

TEIL I: DER BREXIT – ÜBERGREIFENDE ERWÄGUNGEN 12

1 Die Brexit-Verhandlungen haben begonnen 12

2 Übergangsregelungen sind unumgänglich! 14

2.1 Weshalb Übergangsregelungen so wichtig sind 14
2.2 Wie Übergangsregelungen ausgestaltet sein sollten 16

TEIL II: REGULATORISCHE ASPEKTE DES BREXIT IM DETAIL 18

3 Kapital- und Finanzmarktrecht 18

3.1 Allgemeines 19
3.2 Drittstaatenregelungen 20
3.3 Anwendungsfall: (Euro-) Clearing 21
3.3.1 Überblick 21
3.3.2 Drittstaatenregelungen 27
3.3.3 Empfehlungen 31
3.4 Anwendungsfall: Benchmarks 32
3.4.1 Überblick 32
3.4.2 Drittstaatenregelungen 34
3.4.3 Empfehlungen 36
3.5 Anwendungsfall: Rating 37
3.5.1 Überblick 37
3.5.2 Drittstaatenregelungen 37
3.5.3 Empfehlungen 38

4 Fazit 39

Anhang 40
Anhang 1:
EU-Passporting und Drittstaatenregelungen im europäischen Finanz- und Kapitalmarktrecht 40
Anhang 2:
Vergleich der Risikogewichteten Aktiva bei Geschäften mit QCCP und Nicht-QCCP 41

Abkürzungsverzeichnis

ABl.EU	Amtsblatt der Europäischen Union
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der europäischen Union
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Brexit	Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union
CCP	Central Counterparty
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CRA	Credit Rating Agency
CRD	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
CSDR	Central Securities Depositories Regulation
DFA	Dodd Frank Act
EBA	European Banking Authority
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESAs	European Supervisory Authorities
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
ETF	Exchange Traded Fund
EU	Europäische Union
EU27	Verbleibende 27 EU-Mitgliedstaaten nach dem Austritt des UK
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWRA	Abkommen über den Europäischen Wirtschaftsraum
EZB	Europäische Zentralbank
FCA	Financial Conduct Authority
FDF	Funded Default Fund Contribution
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
LCH	London Clearing House
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MiFiD	Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren

OTC	Over-The-Counter
QCCP	Qualified Central Counterparty
PRA	Prudential Regulation Authority
PRIIPS	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products
PSD	Payment Services Directive
RWA	Risk-Weighted Assets
SONIA	Sterling Over Night Index Average
TE	Total Exposure
TR	Transaktionsregister
UK	United Kingdom (Vereinigtes Königreich)
UDF	Unfunded Default Fund Contribution
USA	United States of America
USD	US-Dollar
WTO	World Trade Organization

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Anzahl der Transaktionen beim bilateralen bzw. CCP-Clearing (Beispiel) 23

Abbildung 2: Auswahl geclearter Finanzprodukte 24

Abbildung 3: Anteil der verschiedenen OTC-Derivate zum 31. Dezember 2016 25

Abbildung 4: Übersicht zu den regulatorischen Vorgaben beim Clearing 27

Abbildung 5: Vorgeschlagene Drittstaatenregelungen für CCPs im Rahmen des EMIR-Review 29

Executive Summary

Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union (Brexit) im März 2019 stellt beide Seiten vor erhebliche Herausforderungen. Nie zuvor hat ein EU-Mitgliedstaat die Gemeinschaft der europäischen Staaten verlassen. Die Situation ist für alle Beteiligten von großer Unsicherheit geprägt. Sicher ist, mit dem Brexit entfallen – sofern nichts anderes vereinbart wird – die Erleichterungen der vier Grundfreiheiten und damit die des Binnenmarktes zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich.

Das Deutsche Aktieninstitut hat im Rahmen seines Brexit-Projekts die wesentlichen finanz- und kapitalmarktbezogenen Themen identifiziert, die aufgrund ihrer Bedeutung für Wirtschaft und Gesellschaft im Zusammenhang mit den Brexit-Verhandlungen ein besonderes Augenmerk verdienen. Die Ergebnisse sind bisher in zwei Positionspapiere eingegangen.

Die Positionspapiere des Deutschen Aktieninstituts zum Brexit haben das Ziel, Wege aufzuzeigen, wie nachteilige Auswirkungen des Brexit auf die betroffenen Volkswirtschaften minimiert werden können.

Das erste Positionspapier vom Februar 2017 war auf die Themenblöcke Kapital- und Finanzmarktrecht sowie Gesellschaftsrecht fokussiert. Zudem wurden übergeordnete Themen angesprochen, die unabhängig von bestimmten Rechtsbereichen und Branchen die entscheidende Basis für die Funktionalität von Wirtschaft und Gesellschaft in Europa darstellen und deshalb in den Verhandlungen berücksichtigt werden sollten. Das vorliegende zweite Positionspapier vom Oktober 2017 ergänzt die bereits getroffenen Aussagen und deckt mit Ausführungen zu Clearing, Benchmarks und Rating weitere bedeutende Themenbereiche im Kapital- und Finanzmarktrecht ab.

Das Deutsche Aktieninstitut betont für die Austrittsverhandlungen:

1. Kein Deal ist der schlechteste Deal für alle Betroffenen

Insbesondere von britischer Seite war in der Vergangenheit die These „No deal is better than a bad deal" zu vernehmen. Sollten sich die Verhandlungsführer beider Seiten aber tatsächlich nicht über die Austrittsvereinbarung und/oder ein zukünftiges Abkommen einigen können, sind ab Ende März 2019 chaotische Zustände vorprogrammiert. Der Glaube, dass keine Vereinbarung, ein sogenannter harter Brexit, unter Umständen der bessere Deal sei, widerspricht jeglicher sachlichen Logik.

Aufgrund der engen Verflechtungen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich, nicht nur wirtschaftlicher Natur, würde eine solche Nicht-Lösung die größtmöglichen negativen Konsequenzen des Brexit zur Folge haben.

Auch wenn sich eine Vielzahl der Betroffenen bereits auf einen (harten) Brexit als Worst Case vorbereitet, muss von politischer Seite sichergestellt werden, dass es im Frühjahr 2019

nicht zu einer ungeordneten Situation kommt. Bisher ist nicht absehbar, wie die zukünftige Zusammenarbeit aussehen wird, so dass sich entsprechende Vorkehrungen durch die Betroffenen nur bedingt treffen lassen oder aufgrund des Umfangs der Anpassungen nicht mehr rechtzeitig abgeschlossen werden können. Übergangsregelungen sind aus diesem Grund wichtig und unverzichtbar.

2. Mit Übergangsregelungen können das Risiko und die Auswirkungen eines harten Brexit verringert werden

Um mehr Verhandlungszeit zu gewinnen, der Wirtschaft eine Vorbereitung auf die neue Situation zu ermöglichen und einem No-Deal-Szenario entgegenzuwirken, sind Übergangsregelungen von entscheidender Bedeutung. Der enge zeitliche Verhandlungsrahmen von zwei Jahren erschwert das Mammutprojekt Brexit. In dieser Zeit müssen Vereinbarungen für den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union getroffen und eine Basis für die zukünftigen Beziehungen gelegt werden. Ohne Übergangsperiode und -regelungen bleiben hierfür nun nicht einmal mehr eineinhalb Jahre Zeit. Dabei darf nicht vergessen werden, dass nach dem Abschluss einer Vereinbarung Aufsicht, Gesellschaft und Unternehmen auf die neuen Vorgaben reagieren und Geschäftsprozesse, Verträge und Strukturen anpassen müssen.

Aus diesem Grund sind zwei einander nachgelagerten Formen von Übergangsregelungen erforderlich: Zuerst werden befristete Übergangsregelungen ab März 2019 benötigt, die einen harten Brexit, zumindest temporär, verhindern und dadurch den politischen Verhandlungsführern zusätzliche Zeit verschaffen, eine endgültige Lösung für das Verhältnis zwischen den EU27-Staaten und dem Vereinigten Königreich zu erarbeiten. Im Idealfall würden solche Regelungen eine Fortgeltung möglichst aller bisherigen Vorgaben umfassen und damit den Status quo bis zum Tag X aufrechterhalten. Im Anschluss an diesen durch befristete Übergangsregelungen verlängerten Verhandlungszeitraum werden ab dem Tag X weitere Übergangsregelungen benötigt. Auf die betroffenen Akteure kommen erhebliche Veränderungen im Vergleich zum Status quo und damit Anpassungen zu, für die ausreichend Zeit einzuplanen ist. In diesem Kontext sollte auch über einen Bestandsschutz für bestehende Geschäfte und Verträge nachgedacht werden.

3. Drittstaatenregelungen im Finanz- und Kapitalmarktrecht bieten keine tragfähige Lösung für die zukünftigen Beziehungen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich

Die Ausführungen zu den neu aufgegriffenen Brexit-relevanten Themengebieten im Finanz- und Kapitalmarktrecht in diesem Papier zeigen erneut, dass die derzeit in den europäischen Verordnungen und Richtlinien vorgesehenen Drittstaatenregelungen der Intensität der wirtschaftlichen Verflechtungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union nicht angemessen sind. Sie bieten keine tragfähige Lösung für die zukünftigen finanzwirtschaftlichen Beziehungen im Falle eines harten Brexit und dem Wegfall des EU-Passes, also der Möglichkeit, regulierte Finanzdienstleistungen in Ausübung der EU-Binnenmarktfreiheiten unter vereinfachten Voraussetzungen grenzüberschreitend zu erbringen.

Die derzeit in den europäischen Verordnungen und Richtlinien vorgesehenen Drittstaatenregelungen greifen zu kurz, da sie nicht alle im Rahmen des Brexit zu regelnden Sachverhalte umfassen und, wo sie existieren, für intensive Handelsbeziehungen zu eng gefasst

sind. Zudem haben die Regeln den Nachteil, relativ kurzfristig widerrufbar zu sein, was ihre generelle Eignung einschränkt und keine ausreichende Sicherheit und Rechtskontinuität für die verschiedenen Akteure bietet.

Die bestehenden Drittstaatenregelungen könnten aber als Basis für ein umfassenderes, „maßgeschneidertes" Äquivalenz-Regime im Rahmen eines bilateralen Handelsabkommens zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union dienen. Ein breiter Anwendungsbereich, hohe Sicherheit und leichte Umsetzbarkeit des Drittstaatenregimes sind Schlüsselelemente eines funktionierenden Abkommens. Drittstaatenregelungen, die Anbietern aus dem Vereinigten Königreich zugutekommen, sollten zudem von der Gewährung entsprechender Regelungen im Vereinigten Königreich zugunsten von EU-Anbietern abhängig gemacht werden (Reziprozität).

Das vorliegende Positionspapier gibt die Überlegungen des Brexit-Projekts des Deutschen Aktieninstituts zum gegenwärtigen Zeitpunkt und in Ergänzung des ersten Positionspapiers vom Februar 2017 wieder. Es erhebt weder den Anspruch auf Vollständigkeit der angesprochenen Themen noch auf Endgültigkeit der vorgeschlagenen Lösungsansätze. Der Verlauf der voraussichtlich primär von politischen Erwägungen dominierten Verhandlungen kann zu gegebener Zeit Erweiterungen, Ergänzungen und Aktualisierungen erforderlich machen.

Frankfurt, im Oktober 2017

Teil I: Der Brexit – übergreifende Erwägungen

1 DIE BREXIT-VERHANDLUNGEN HABEN BEGONNEN

Der Austritt des Vereinigten Königreichs (UK) aus der Europäischen Union (EU) im März 2019 wird einschneidende Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft und Gesellschaft haben. Die konkreten Folgen für Unternehmen, Verbraucher und Anleger sind derzeit nicht absehbar, hängen sie doch wesentlich von dem letztlich zustande kommenden Austrittsszenario ab, das auf politischer Ebene verhandelt werden muss.

Um in den anstehenden Verhandlungen zu bestmöglichen Entscheidungen zu kommen, ist es unabdingbar, die denkbaren Folgen unterschiedlicher Szenarien zu kennen. Hierzu ist frühzeitig ein möglichst vollständiger Überblick über die in den Austrittsverhandlungen zu regelnden Sachverhalte notwendig. Je unvollständiger dieser Überblick ist, desto größer ist die Gefahr zu kurz gedachter oder ganz unterlassener Vereinbarungen und damit einhergehender wirtschaftlicher Schäden für beide Seiten. Diese Problematik zeichnet sich bereits ab.

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt, dass die Rechte der Bürger neben den finanziellen Verpflichtungen des Vereinigten Königreichs und der irischen Grenzproblematik Priorität in den Brexit-Verhandlungen haben. Auch steht es klar hinter der Aussage der europäischen Institutionen, dass ein Rosinenpicken oder eine Trennung der vier Grundfreiheiten nicht akzeptiert werden kann.

Jedoch ist das Deutsche Aktieninstitut kritisch, wenn wirtschaftliche und gesellschaftliche Gesichtspunkte ohne Rücksicht auf die zu befürchtenden Konsequenzen politischen Beweggründen untergeordnet werden. Die „No deal is better than a bad deal"-Haltung der Briten oder die Zurückhaltung der EU-Verhandlungsführer in Bezug auf die erforderlichen Übergangsregelungen lassen entweder einen Mangel an Verständnis für die Folgen einer solchen Verhandlungsstrategie oder ein bewusstes Ignorieren der wirtschaftlichen Konsequenzen des Brexit befürchten.

Die geplante stufenweise Verhandlungsstrategie – hinreichend Fortschritt beim Austrittsabkommen, bevor über die zukünftigen Beziehungen gesprochen wird – schafft eine klare Struktur. Andererseits führt sie dazu, dass Vereinbarungen über die zukünftigen Beziehungen spät bzw. im allerschlechtesten Fall überhaupt nicht getroffen werden. Für die betroffenen

Akteure hat dies zur Konsequenz, dass sie aus Vorsichtsgründen mit einem harten Brexit planen müssen.

HARTER BREXIT:

Der Begriff „harter Brexit" wird sehr unterschiedlich verwendet. In diesem Papier steht er für die Situation, dass keine rechtzeitige Einigung der Verhandlungsführer über ein zukünftiges Abkommen und zudem keine Vereinbarung von Übergangsregelungen zustande kommen. Die Briten treten dabei also nicht nur aus dem Binnenmarkt und der Zollunion aus, sondern es gibt auch keinerlei bilaterale Vereinbarungen über die zukünftigen Beziehungen oder Übergangsfristen, sondern es würden unter anderem die WTO-Regeln greifen. Hierfür wird in Literatur und Öffentlichkeit oftmals auch der Begriff „Cliff-Edge Brexit" verwendet.

Die Unternehmen stellen sich folglich auf eine Marktunterbrechung ein und beginnen jetzt schon, ihre Strukturen und Prozesse (zum Beispiel Lieferketten oder Standortkapazitäten) entsprechend anzupassen. Der damit einhergehende Aufwand für die Umstrukturierung sowie dauerhaft höhere Kostenstrukturen werden gezwungenermaßen in Kauf genommen.

Eine erneute Anpassung der Prozesse in den Unternehmen, sollte irgendwann nach dem Brexit tatsächlich ein Freihandelsabkommens geschlossen werden, wird unwahrscheinlicher. Die Unternehmen werden nur teilweise bereit sein, den eingeschlagenen Weg wieder zu verlassen und erneut Kosten in Kauf zu nehmen, um die Veränderungen rückgängig zu machen; eine Rückkehr zum Status quo ante ist angesichts der ausgeprägten Pfadabhängigkeit der notwendigen Entscheidungen wenig wahrscheinlich. Damit verringern sich zugleich aber auch die möglichen Vorteile einer umfassenden Einigung. Im Sinne einer selbsterfüllenden Prophezeihung könnte gar die Bereitschaft sinken, eine solche anzustreben. Diesen Teufelskreis gilt es zu verhindern!

Das Deutsche Aktieninstitut ist nicht der Auffassung, dass die Europäische Union aufgrund der bevorstehenden Standortverlagerungen aus dem Vereinigten Königreich der große Gewinner des Brexit sein wird. Die EU27 bekommen im besten Fall ein etwas größeres Stück von einem insgesamt kleineren Kuchen. Aus internationaler Perspektive schaden die Briten mit ihrer Brexit-Entscheidung nicht nur sich selbst, sondern auch den anderen Ländern Europas.

Einerseits dürfen solche übergeordneten Auswirkungen des Brexit bei den technischen Detailfragen und innereuropäischen Überlegungen zum Brexit nicht vergessen werden. Andererseits darf die Behandlung der Details in einzelnen Bereichen und Sektoren nicht unbesehen der Verfolgung allgemeiner politischer Ziele untergeordnet werden. Die richtige Balance zwischen der Verfolgung übergeordneter, politischer Ziele und der Suche nach Lösungen für einzelne Detailbereiche ist nicht einfach, aber gleichwohl wichtig.

Das Brexit-Projekt des Deutschen Aktieninstituts will deshalb die Verhandlungsführer auf Länder-, Bundes- und EU-Ebene mit konkreten, aus der Praxis untermauerten Hinweisen auf Problemfelder unterstützen. Ziel ist es, fachlich fundierte und rationale Entscheidungen zu erreichen, die unter Abwägung von positiven und negativen Konsequenzen getroffen werden. Im Falle des Brexit ist das bestmögliche Ergebnis wohl mit dem am wenigsten schädlichen gleichzusetzen.

2 ÜBERGANGSREGELUNGEN SIND UNUMGÄNGLICH!

2.1 WESHALB ÜBERGANGSREGELUNGEN SO WICHTIG SIND[1]

Bei den Brexit-Verhandlungen ist der enge zeitliche Rahmen die größte Bedrohung für ein gutes – das heißt schadenminimierendes – Ergebnis. Es müssen zunächst Bedingungen für den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union vereinbart und anschließend eine Basis für die zukünftigen Beziehungen – bestenfalls in Form eines umfassenden Handelsabkommens – gefunden werden. Danach erst können Aufsicht und Unternehmen die Mammutaufgabe beginnen, auf die neuen Vorgaben zu reagieren und Geschäftsprozesse, Verträge und Strukturen entsprechend anzupassen. Ausreichend Zeit ist also der Schlüsselfaktor für erfolgreiche Verhandlungen und die anschließende Umsetzung des Verhandlungsergebnisses.

In diesem Kontext wird oft pauschal die Notwendigkeit einer Übergangsperiode oder von Übergangsregelungen betont. Dies führt zu Missverständnissen, da gleichzeitig von zwei einander nachgelagerten Formen von Übergangsregelungen gesprochen wird, die differenziert zu betrachten sind:

- Zuerst werden befristete Übergangsregelungen ab März 2019 benötigt, die einen harten Brexit, zumindest temporär, verhindern und dadurch den politischen Verhandlungsführern zusätzliche Zeit verschaffen, eine endgültige Lösung für das Verhältnis zwischen den EU27-Staaten und dem Vereinigten Königreich zu erarbeiten. Im Idealfall würden solche Regelungen eine Fortgeltung möglichst aller bisherigen Vorgaben umfassen und damit den Status quo bis zum Tag X aufrechterhalten. Die gewonnene Zeit ist zu nutzen, um nach den Austrittsbedingungen auch ein umfassendes Handelsabkommen zu verhandeln, ohne dass es vor Abschluss der Verhandlungen zu einem harten Brexit für die Betroffenen kommt.

- Im Anschluss an diesen durch befristete Übergangsregelungen verlängerten Verhandlungszeitraum werden ab dem Tag X weitere Übergangsregelungen benötigt. Die Betroffenen, ob aus Wirtschaft, Gesellschaft oder Aufsicht, benötigen auf Basis der Vereinbarungen ausreichend Zeit, um sich vom Status quo auf die neuen regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Vorgaben einzustellen. Dies gilt unabhängig davon, ob die Basis ein umfassendes Handelsabkommen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union ist oder aufgrund einer noch immer fehlenden Einigung ein gewöhnliches Drittstaatenverhältnis. Im beiden Fällen kommen auf die Akteure erhebliche Veränderungen und damit Anpassungen zu, für die ausreichend Zeit einzuplanen ist.

[1] Vgl. Deutsches Aktieninstitut, Austrittsverhandlungen der Europäischen Union mit dem Vereinigten Königreich: Brexit-Risiken minimieren und den europäischen Kapitalmarkt stärken, 28. Februar 2017, unter https://www.dai.de/de/das-bieten-wir/studien-und-statistiken/studien.html?d=475.

Im Idealfall einigen sich das Vereinigte Königreich und die Europäische Union auf beide Formen von Übergangsregelungen und verringern dadurch die Schäden des Brexit deutlich. Wichtig ist eine zeitnahe Verständigung über beide (!) Übergangsregelungen, denn solange diese nicht vereinbart sind, müssen die Unternehmen sich auf den schlimmsten Fall – einen harten Brexit im März 2019 – einstellen. Dies aber bindet erhebliche Ressourcen, die an anderer Stelle besser verwendet werden könnten, und kann aufgrund der Pfadabhängigkeit von Standort- und anderen Entscheidungen zu einem schlechteren als dem sonst möglichen Endzustand führen.

! Übergangsregelungen verschaffen den Unternehmen Zeit und verhindern Friktionen, die im Fall eines harten Brexit im März 2019 vorprogrammiert wären.

Politisch Verantwortliche betonen immer wieder, dass ihnen die Notwendigkeit von befristeten Übergangsregelungen bewusst sei. Ob diese am Ende aber vereinbart werden und dann auch zur Anwendung kommen, ist derzeit fraglich, da übergeordnete politische Aspekte – verständlicherweise – eine große Rolle spielen. Sollte es deshalb am Ende nicht möglich sein, die erste Form von Übergangsregelungen zu vereinbaren, ist die zweite Form, eine Fristverlängerung für die Umsetzung, umso wichtiger. Sie ermöglicht den Betroffenen, die notwendigen Anpassungen auf Basis eines gewöhnlichen Drittstaatenverhältnisses vorzunehmen.

In ihrer Rede am 22. September 2017 schlug Premierministerin Theresa May eine befristete zweijährige Übergangsperiode nach dem Brexit ab März 2019 vor.[2] In dieser Zeit soll das Vereinigte Königreich de facto im EU-Binnenmarkt und in der Zollunion bleiben und seinen EU-Mitgliedsbeitrag von rund zehn Milliarden Euro p.a. weiterzahlen. Die Europäische Union signalisierte Bereitschaft, über eine solche Übergangsphase zu sprechen. Als Prämissen wurden genannt, dass eine grundsätzliche Einigung über die Austrittsbedingungen im vorgesehenen zweijährigen Zeitfenster gefunden wird und das Vereinigte Königreich für diese Übergangsperiode alle EU-Regeln akzeptiert. Es ist fraglich, ob die „befristete Verlängerung" unter diesen Bedingungen realisiert wird.

Das Deutsche Aktieninstitut betont, dass zur Abwendung eines erheblichen Schadens für die betroffenen Volkswirtschaften sachliche und konstruktive Verhandlungen ein Muss sind. Nur fachlich fundierte und rationale Entscheidungen können die negativen Konsequenzen des Brexit für beide Seiten mildern. Bisher ist jedoch nicht absehbar, wie die zukünftige Zusammenarbeit des Vereinigten Königreichs und der Europäischen Union aussehen wird, so dass sich die Akteure nur bedingt auf die künftige, heute noch unbekannte Situation einstellen können. Doch auch wenn die Betroffenen jetzt – mangels Kenntnis finaler Verhandlungslösungen – beginnen, sich auf einen harten Brexit vorzubereiten, sollte von politischer Seite sichergestellt werden, dass es im März 2019 nicht zu einer ungeordneten Situation kommt. Die beiden Formen von Übergangsregelungen könnten den notwendigen Puffer schaffen, die Unsicherheit bei den Betroffenen reduzieren und ihnen ausreichend Zeit für die Umsetzung verschaffen.

Im Folgenden wird die mögliche Ausgestaltung solcher Übergangsregelungen näher betrachtet, wobei nicht zwischen den beiden Formen unterschieden werden muss.

[2] Vgl. Mirror, Theresa May's Brexit speech in Florence in full, 22. September 2017, unter http://www.mirror.co.uk/news/politics/theresa-mays-brexit-speech-florence-11220328.

2.2 WIE ÜBERGANGSREGELUNGEN AUSGESTALTET SEIN SOLLTEN

Sinnvoll wäre es, verbindliche Übergangsregelungen auf EU-Ebene zu beschließen, statt auf nicht abgestimmte Einzellösungen der 27 EU-Mitgliedstaaten zu setzen. Letzteres wäre besonders aufwendig für Unternehmen, die in mehreren EU-Staaten tätig sind. Eine Umfrage unter deutschen, mittelständischen Unternehmen zeigt, dass knapp 83 Prozent der Industrieunternehmen wichtige Kunden oder Lieferanten im europäischen Ausland haben.[3] Der Schwerpunkt liegt hierbei insbesondere auf Westeuropa (circa 72 Prozent). Je größer die Unternehmen sind desto bedeutender ist ihre Einbindung in den europäischen Markt. Insbesondere das verarbeitende Gewerbe bezog in 2011 rund 30 Prozent der Vorleistungen aus dem europäischen Ausland. Zur Vermeidung von Marktfragmentierung und Unsicherheit bei den Betroffenen empfiehlt das Deutsche Aktieninstitut, verbindliche Regelungen für möglichst alle Themenbereiche zu schaffen.

Nur auf minimale Übergangsregelungen, zum Beispiel für Zölle, abzuzielen, greift definitiv zu kurz. Übergangsregelungen sind insbesondere auch für Finanzdienstleistungen dringend erforderlich, um Rechtsunsicherheit zu verhindern und die Fortführung bestehender Geschäftsbeziehungen von und mit UK-Marktteilnehmern zu ermöglichen. Es ist wichtig, dass die Marktteilnehmer Planungssicherheit haben und sich adäquat auf die neue Rechtslage vorbereiten können. Banken benötigen zum Beispiel mindestens drei Jahre, um ihre Infrastruktur, Prozesse und Geschäftsbeziehungen an den post-Brexit Status anzupassen.[4] Sollte zum Zeitpunkt des Brexit der Transformationsprozess des Finanzsektors nicht rechtzeitig abgeschlossen sein, könnte es zu Fragmentierung und Liquiditätsverlusten im Markt kommen.

Das Deutsche Aktieninstitut plädiert ausdrücklich nicht für eine unbegrenzte Übergangsperiode, da hierdurch ein dauerhafter Ausnahmezustand und Sonderstatus für das Vereinigte Königreich geschaffen würde. Ein aus Praxissicht angemessener Zeitraum ist vorab festzulegen.

Als Vorbild (insbesondere für die zweite Form von Übergangsregelungen) könnten zum Beispiel die aus der MiFIR[5] dienen. MiFIR sieht eine Übergangsregelung vor, nach der Drittstaatenunternehmen noch bis zu drei Jahre nach einer negativen Äquivalenz-Entscheidung in Übereinstimmung mit nationalen Regelungen Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten in den Mitgliedstaaten erbringen dürfen (Artikel 54 MiFIR). Dieselbe Zeitspanne hat zum Beispiel das Europäische Parlament in seiner Resolution vom April 2017 vorgeschlagen.[6]

Von wirklichem Nutzen sind solche Übergangsregelungen für die Betroffenen jedoch nur, wenn früh genug feststeht, dass es solche Regelungen geben wird und wie sie konkret ausgestaltet sein werden.

---

[3] Vgl. IW Consult GmbH, Mittelständische Unternehmen in Wertschöpfungsketten, Eine Studie im Auftrag der KfW Bankengruppe, Köln 2016.

[4] Vgl. AFME, Planning for Brexit: Operational impacts on wholesale banking and capital markets in Europe, Januar 2017.

[5] MiFIR: Markets in Financial Instruments Regulation: Verordnung (EU) Nr. 600/2014 vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und [...].

[6] Vgl. Europäisches Parlament, Joint Motion for a Resolution on negotiations with the United Kingdom following its notification that it intends to withdraw from the European Union (2017/2593(RSP)), 10. April 2017, unter http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+MOTION+P8-RC-2017-0237+0+DOC+PDF+V0//EN.

Aufgrund der derzeitigen Entwicklung scheinen umfassende europäische Regelungen nicht einfach. Aus diesem Grund ist auch der deutsche Gesetzgeber gemeinsam mit den zuständigen Aufsichtsbehörden gefordert, praktikable und effektive Übergangslösungen zu finden.

Sollte keine EU-weite Regelung möglich sein, muss Deutschland auf nationaler Ebene eine praktikable Lösung finden.

Das Deutsche Aktieninstitut empfiehlt, sich bereits jetzt auf diese Notwendigkeit einzustellen und Übergangsregelungen, Bestandsgarantien und andere erforderliche Instrumente für den Fall zu erarbeiten, dass keine EU-Regelung gefunden wird. Auf diese Weise würde wegen kalkulierbarer Kosten und Planungssicherheit auch die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland gesteigert.

Teil II: Regulatorische Aspekte des Brexit im Detail

3 KAPITAL- UND FINANZMARKTRECHT

Die Finanzmärkte spielen eine zentrale Rolle für die wirtschaftliche Entwicklung der Mitgliedstaaten der Europäischen Union und des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR). Sie sind ausschlaggebend für die Schaffung von Arbeitsplätzen und wirtschaftliches Wachstum.

Die Finanzmarktregulierung beruht auf den Harmonisierungsvorschriften zur Vollendung des Binnenmarktes (Artikel 114, 26 AEUV[7]) sowie der Dienstleistungsfreiheit für die grenzüberschreitende Erbringung von Dienstleistungen (entweder direkt oder über unselbständige Niederlassungen) (Artikel 56 ff. AEUV), der Niederlassungsfreiheit für Selbstständige (Artikel 49 ff. AEUV) und der Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit (Artikel 63 ff. AEUV). Von den vier EU-Grundfreiheiten ist die Kapitalverkehrsfreiheit die einzige, die grundsätzlich auch im Verhältnis zu Drittstaaten Anwendung findet. Allerdings können nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) im Drittstaatenkontext Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit auch dann gerechtfertigt sein, wenn sie es in einem reinen EU-Fall nicht wären.[8] Artikel 64 AEUV eröffnet zudem dem Europäischen Parlament und dem Rat die Möglichkeit, den Kapitalverkehr mit Drittstaaten durch neue Rechtsakte auch im Hinblick auf die Erbringung von Finanzdienstleistungen zu beschränken.

Nach dem Austritt des Vereinigten Königreichs verliert unmittelbar geltendes EU-Recht seine Anwendbarkeit im Vereinigten Königreich und muss durch nationale Vorschriften ersetzt werden. Dies beabsichtigt die britische Regierung mit der „European Union (Withdrawal) Bill" (früher „Great Repeal Act") zu erreichen. Dieses Aufhebungsgesetz wandelt zuerst sämtliche zum Austrittszeitpunkt bestehenden und nicht bereits im Rahmen von Umsetzungsmaßnahmen in britisches Recht umgewandelten EU-Richtlinien sowie die unmittelbar wirksamen EU-Verordnungen inklusive Rechtsprechung in nationales britisches Recht um, bevor in der Folgezeit solches „EU-Recht" nach und nach durch neues britisches Recht ersetzt wird (bzw. ersetzt werden soll).

Damit ist zum Zeitpunkt des Austritts der regulatorische Rahmen in beiden Jurisdiktionen praktisch identisch. Die Annahme, dass Geschäftsaktivitäten deshalb einfach weiterlaufen können, ist jedoch falsch. Zum einen müsste zuvor der langwierige Anerkennungsprozess der „Äquivalenz" durchlaufen werden, zum anderen ist eine solche Äquivalenz-Regelung

[7] AEUV: Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, ABl.EU vom 26. Oktober 2012.
[8] EuGH vom 28. Oktober 2010, Établissements Rimbaud, C-72/09.

überhaupt nur für spezifische Produkte und Dienstleistungen vorgesehen.[9] Es wird primär diskutiert, wie geltendes EU-Recht in Bezug auf den Brexit angepasst werden sollte. Entscheidend ist jedoch, dass entsprechende Regelungen ebenso vom Vereinigten Königreich eingefordert werden, um auch EU-Unternehmen den Zugang zum Londoner Finanzplatz zu erhalten (Reziprozität).

3.1 ALLGEMEINES

Inwieweit und für welche Unternehmen, Produkte und Dienstleistungen eine Erlaubnis für das Angebot aus dem Vereinigten Königreich in die Europäische Union et vice versa auch weiterhin möglich und wie diese gestaltet sein wird, hängt von dem Ergebnis der Verhandlungen zum anstehenden Austritt ab. Mit besonderem Nachdruck sollte auf eine Kompromisslösung hingearbeitet werden – eine Abmilderung des harten Brexit durch Drittstaatenregelungen und bilaterale Vereinbarungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union. Die langfristige Ausgestaltung dieser Beziehungen sollte dabei mögliche negative Auswirkungen auf das europäische und internationale Finanzsystem minimieren.

Nichtsdestotrotz zeichnet sich derzeit ein harter Brexit nach März 2019 ab. Es scheint schier unmöglich, in der verbleibenden Verhandlungszeit für die oftmals konträren Interessen und vielschichtigen Themenfelder eine gemeinsame Lösung zu finden. Folglich ist davon auszugehen, dass keine Einigung über alle relevanten Fragestellungen im Austrittsabkommen nach Artikel 50 EUV[10] erreicht werden wird. Tritt das Vereinigte Königreich auch aus dem Europäischen Wirtschaftsraum aus, ist es somit als Drittstaat zu qualifizieren.

Das Vereinigte Königreich hat bisher aber „nur" den Austritt aus der Europäischen Union gemäß Artikel 50 EUV, aber nicht aus dem Europäischen Wirtschaftsraum gemäß Artikel 127 EWRA[11] beantragt. Eine diesbezüglich beim britischen High Court eingebrachte Klage wurde aufgrund des verfrühten Zeitpunkts der Klage abgewiesen, da die britische Regierung den Antrag noch bis zu zwölf Monate vor dem beabsichtigten Austritt stellen kann.[12] Erst wenn dies, wie angekündigt, geschehen ist, wird das Vereinigte Königreich zum Drittstatt.

Als Drittstaaten werden im EU-Recht alle Nicht-EU/EWR-Mitgliedstaaten bezeichnet. Es wäre dann in vielen Einzelfällen zu prüfen, ob bestimmte EU-Regelungen mit einem Drittstaatenregime ausgestattet sind und ob dieses im konkreten Fall Anwendung finden kann. Für alle anderen Bereiche würden unter anderem die Regeln der World Trade Organization (WTO) die Handelsbeziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union regeln.

Der Großteil der internationalen, aber auch europäischen Finanzgruppen, die bislang London als Drehkreuz nach Europa nutzen, hat bereits eine partielle Standortverlagerung in den verbleibenden EU-Raum eingeleitet oder zumindest angekündigt. Wegen der mit dem Brexit verbundenen regulatorischen und unternehmerischen Risiken können und dürfen diese Unternehmen den Ausgang der Brexit-Verhandlungen nicht abwarten. Hier stellt sich auf

[9] Vgl. hierzu auch die Ausführungen im ersten Positionspapier vom Februar 2017 sowie in den nachfolgenden Abschnitten.
[10] EUV: Vertrag über die Europäische Union vom 26. Dezember 2012.
[11] EWRA: Abkommen über den Europäischen Wirtschaftsraum vom 2. Mai 1992.
[12] Vgl. The Guardian, Fresh Brexit legal challenge blocked by high court, 3. Februar 2017, unter https://www.theguardian.com/politics/2017/feb/03/fresh-brexit-legal-challenge-blocked-high-court-article-127.

deutscher Seite die Frage, wie man solchen Unternehmen Unterstützung bieten kann und will, wie zum Beispiel mit dem neuen Serviceangebot der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) für UK-Anbieter.[13]

Darüber hinaus entstehen ähnliche Fragen für EU-Kreditinstitute und -Wertpapierfirmen, die eine Niederlassung im Vereinigten Königreich betreiben. Aufgrund des Wegfalls des Notifizierungsverfahrens über die Aufsichtsbehörden („EU-Pass") nach dem Brexit müssen sie entweder einen Antrag auf Genehmigung einer Drittstaatenniederlassung stellen oder eine Tochtergesellschaft gründen, die dann ihrerseits eine Erlaubnis nach britischem Recht beantragen müsste. Die britische Aufsichtsbehörde Prudential Regulation Authority (PRA) hat kürzlich signalisiert, dass Banken nicht automatisch davon ausgehen könnten, dass der Antrag auf eine Drittstaatenniederlassung genehmigt würde.

Sollten die Europäische Zentralbank (EZB) und die nationalen Aufsichtsbehörden die Reziprozität nicht anerkennen, könnte die PRA die Drittstaatenniederlassung nicht genehmigen, da sie für eine wirksame Aufsicht dieser Niederlassungen auf Informationen der EZB bzw. der nationalen Aufsichtsbehörden angewiesen wäre. Dies bedeutet, dass die betroffenen EU-Kreditinstitute und -Wertpapierfirmen ihre Niederlassungen im Vereinigten Königreich in Tochtergesellschaften umwandeln müssten, was einen viel größeren Aufwand erfordern würde und angesichts des engen Zeitplans des Brexit nahezu unmöglich wäre.

Diese Darstellungen zeigen die Dringlichkeit und Notwendigkeit eines adäquaten Abkommens zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich.

3.2 DRITTSTAATENREGELUNGEN

Drittstaatenregelungen sollen Unternehmen aus Nicht EU-/EWR-Mitgliedstaaten einen einheitlich geregelten Zugang zu den EU-Märkten gewähren, um grenzüberschreitende Geschäfte sicherer und effizienter abwickeln zu können. Drittstaatenregelungen existieren in unterschiedlichsten Formen und in verschiedensten Regelwerken. Es gibt bisher kein einheitliches, für alle Regelwerke festgelegtes Regime, sondern die regulatorische Landschaft gleicht hier eher einer Vielzahl von Einzellösungen.[14]

Angesichts der Höhe der Zahlungs- und Wirtschaftsströme zwischen dem Vereinigten Königreich und den anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union sind die derzeit existierenden EU-Drittstaatenregelungen weder passend noch ausreichend. Rund 8.000 Finanzunternehmen aus den EU27-Mitgliedstaaten nutzen den EU-Pass für ihre Tätigkeiten im Vereinigten Königreich und knapp 23.500 EU-Pässe für ihre Finanzdienstleistungen und Produkte.[15] Im Gegenzug nutzen 5.500 britische Unternehmen den EU-Pass für ihre Tätigkeit in den EU27-Staaten und nicht weniger als 335.000 EU-Pässe für ihre Finanzdienstleistungen und Produkte.

[13] Vgl. BaFin, Häufige Fragen zum Brexit, 2017, unter https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Uebergreifend/Brexit/brexit_node.html.
[14] Vgl. Europäische Kommission, Commission staff working document - EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment, 27. Februar 2017, unter https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/international-relations/recognition-non-eu-financial-frameworks-equivalence-decisions_en#documents.
[15] Vgl. Financial Conduct Authority, Letter to House of Commons, 17. August 2016, unter http://www.parliament.uk/documents/commons-committees/treasury/Correspondence/AJB-to-Andrew-Tyrie-Passporting.PDF.

Eine Vereinheitlichung sowie Ausweitung des Anwendungsbereichs von Drittstaatenregelungen muss deshalb ein entscheidender Punkt in den Brexit-Verhandlungen sein. Hierbei können die bestehenden Drittstaatenregelungen als Basis für ein umfassenderes, individuelles Äquivalenz-Regime zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union dienen. Dabei sollte die Ausweitung der Drittstaatenregelungen, die auch Anbietern aus dem Vereinigten Königreich zugutekommt, von der Gewährung entsprechender Regelungen im Vereinigten Königreich zugunsten von EU-Unternehmen abhängig gemacht werden (Reziprozität). Ein breiter Anwendungsbereich, adäquate Sicherheit – unter anderem mittels Übergangsfristen im Fall einer Aberkennung der Äquivalenz – und „leichte" Umsetzbarkeit einer solchen Vereinbarung sind Schlüsselfaktoren eines funktionierenden bilateralen Abkommens.

Aber auch unabhängig vom Brexit empfehlen wir, insbesondere im Rahmen der EU-Projekte „Better Regulation" und „Kapitalmarktunion", die Thematik der Drittstaatenregelungen aufzugreifen.[16] Einheitliche, verständliche und leicht durchführbare Regelungen mit einem breiten Anwendungsbereich würden die Attraktivität des EU-Finanz- und Kapitalmarktes insgesamt steigern und damit das Interesse von Drittstaatenunternehmen erhöhen. Folglich gilt es nicht nur neue Anwendungsbereiche abzudecken, sondern auch die bestehenden Drittstaatenregime effizienter auszugestalten.

Im Folgenden wird die Problematik verschiedener erlaubnispflichtiger Geschäfte im Kontext des Brexit in Ergänzung zum ersten Positionspapier des Deutschen Aktieninstituts anhand weiterer europäischer Richtlinien und Verordnungen ausgeführt. Basierend auf dem EU-weiten Passporting- und Erlaubnisregime soll zudem auf vorhandene Drittstaatenregelungen verwiesen und dabei aufgezeigt werden, wo solche bis dato noch fehlen oder zu kurz greifen. Anhang 1 enthält zudem eine Übersicht verschiedener EU-Passporting- und Drittstaatenregelungen im europäischen Finanz- und Kapitalmarktrecht.

3.3 ANWENDUNGSFALL: (EURO-) CLEARING

3.3.1 Überblick

Das Thema Clearing wird im Zusammenhang mit dem Brexit intensiv diskutiert,[17] wobei der Begriff „Clearing" hier oftmals sprachlich verkürzt für das „Clearing mit euro-denominierten Zinsderivaten" verwendet wird. So entsteht partiell der Eindruck, dass sich die gesamte diesbezügliche Diskussion um Clearing im Allgemeinen und nicht vor allem um das Euro-Clearing drehen würde, wie es jedoch meist der Fall ist. Im Nachfolgenden soll die komplexe Thematik Clearing näher erläutert und die Fragestellung der Drittstaatenregelungen für zentrale Gegenparteien betrachtet werden.

[16] Vgl. Europäische Kommission, Agenda für bessere Rechtssetzung, 2016, unter http://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/better-regulation-why-and-how_de und Kapitalmarktunion, 2015, unter http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_de.htm.

[17] Vgl. unter anderem Die Welt, EU sichert sich Milliarden-Argument für den Brexit-Poker, 13. Juni 2017, unter https://www.welt.de/finanzen/article165514603/EU-sichert-sich-Milliarden-Argument-fuer-den-Brexit-Poker.html; WirtschaftsWoche, Wie die EU das Clearing neu regelt, 13. Juni 2017, unter http://www.wiwo.de/politik/europa/finanzmarkt-nach-dem-brexit-wie-die-eu-das-clearing-neu-regelt/19929642.html; CityAM.com, European Parliament could push for stronger euro clearing reforms, putting London dominance further at risk, 7. August 2016, unter http://www.cityam.com/269863/european-parliament-could-push-stronger-euro-clearing.

1. Was ist Clearing, und welche Funktion hat Clearing im Finanzmarkt?

Das Clearing von Transaktionen ist kein neues Phänomen, sondern existierte bereits in den frühen Anfängen erster kaufmännischer Aktivitäten. Zuerst war das Clearing noch ausschließlich als reine Verrechnung von wechselseitigen Zahlungsansprüchen bekannt. Dieses bilaterale Clearing wird noch heute betrieben. Nachdem eine Finanztransaktion zwischen zwei Parteien per Telefon oder elektronischer Handelsplattform vereinbart wurde (Execution), folgt die Bestätigung (Confirmation) dieser Einigung. Im Anschluss finden Clearing und Settlement statt, das heißt die Verrechnung der Zahlungsansprüche und der Austausch von Geld oder Wertpapieren, gemäß der vorher getroffenen Vereinbarung.

Neben dem bilateralen Clearing hat sich im Laufe der Zeit noch das Clearing über zentrale Gegenparteien (Central Counterparty, CCP) entwickelt. CCPs sind je nach Finanzprodukt Börsen mit angeschlossenem Clearinghaus, Clearinghäuser mit angeschlossener Verwahrstelle oder reine Derivate-Clearinghäuser. Das Clearinghaus tritt in die zwischen zwei Parteien bilateral abgeschlossene Finanztransaktion ein und wird damit die zentrale Gegenpartei für beide Seiten. Innerhalb dieser Rolle trifft das Clearinghaus die Feststellung der aus der Finanztransaktion zu leistenden Zahlungsansprüche, fordert diese Ansprüche von der einen Partei ein und gibt sie an die andere Partei frei. Clearinghäuser arbeiten in der Regel unabhängig oder abgegrenzt von den Börsen oder Märkten, die sie unterstützen.

Clearinghäuser werden nach den Klassen von Vermögenswerten, die sie clearen, unterschieden. Das Clearing von einfachen Geldzahlungsvorgängen erfolgt in der Regel über Zahlungssysteme wie TARGET2 für Euro oder BACS und CHAPS im Vereinigten Königreich. Wichtige internationale Clearinghäuser für Wertpapiertransaktionen (Anleihen und Aktien) sind Euroclear in Belgien und Clearstream in Luxemburg. London dominiert das europäische Derivate-Clearinggeschäft.

Beide Clearingvarianten (das heißt bilaterales Clearing zwischen Käufer und Verkäufer und Clearing über CCPs) sind seit vielen Jahren üblich und werden von den Marktteilnehmern genutzt. Jedoch hat vor allem das Clearing von außerbörslichen OTC-Derivaten[18] über zentrale Gegenparteien seit der Finanzkrise 2008[19] stark an Bedeutung gewonnen.[20] Neue Gesetze und Verordnungen wie der US-amerikanische Dodd Frank Act (DFA)[21] oder die Europäische Marktinfrastruktur-Verordnung (EMIR)[22] haben mit der grundsätzlichen Einführung des verpflichtenden zentralen Clearings für OTC-Derivate dazu beigetragen.

Ein wichtiger Vorteil des Clearings von OTC-Derivaten über CCPs im Vergleich zum bilateralen Clearing ist die Übernahme des Kontrahentenrisikos.[23] Kann eine Partei ihren Verbindlichkeiten – die gleichbedeutend sind mit den Forderungen der anderen Partei – nicht nachkommen, übernimmt die zentrale Gegenpartei das Kontrahentenrisiko. Die Markteilnehmer

[18] Over-the-Counter-Derivate sind Derivate, die nicht an einer Börse, sondern direkt zwischen den Marktteilnehmern gehandelt werden. Eine Übersicht verschiedener Finanzprodukte, die an der Börse bzw. außerbörslich gecleart werden, finden Sie in Abbildung 2.

[19] Vgl. Deutscher Bundestag, Verlauf der Finanzkrise, 2009, unter https://www.bundestag.de/blob/409652/69ed4dc7fa37c7fa3158d8b5ce274584/wd-4-075-09-pdf-data.pdf.

[20] Vgl. Europäische Zentralbank, Geld- und Fiskalpolitik während und nach der Krise, 2010, unter https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp101015.de.html.

[21] Dodd Frank Act: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, H. R. 4173.

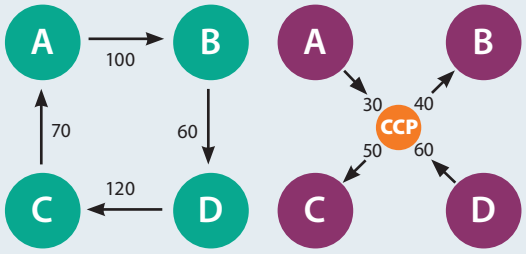
[22] EMIR: European Market Infrastructure Regulation: EU-Verordnung Nr. 648/2012 vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister.

[23] Das Kontrahentenrisiko ist das Risiko, dass eine Gegenpartei eine Verpflichtung weder bei Fälligkeit noch zu einem späteren Zeitpunkt erfüllt.

hinterlegen hierfür Sicherheiten (Collaterals) bei der CCP, die sich in eine Anfangssicherheit (Initial Margin[24]) und täglich angepasste Sicherheiten zum Ausgleich von Marktwertschwankungen (Variation Margins[25]) unterteilen. Die Bewertung der Höhe dieser Sicherheiten übernimmt die CCP; sie fungiert hierbei als „Golden Record" für die beiden jeweiligen Ursprungsparteien. Das heißt sie ist für die verlässliche Bewertung der Transaktion und der bereitgestellten Sicherheiten beider Parteien verantwortlich.

Dieser Vorteil wurde auch vom Gesetzgeber anerkannt und mit reduzierten Risikogewichten bei der Eigenkapitalunterlegung gegenüber unbesicherten Transaktionen berücksichtigt (Artikel 302 Absatz 1 CRR[26]).

Beispiel - Anzahl der Transaktionen beim bilateralen bzw. CCP-Clearing



Partei	Verbindlichkeit	Forderung	Netto
A	100	70	**-30**
B	60	100	**40**
C	70	120	**50**
D	120	60	**-60**

Das Beispiel zeigt die Reduktion der Anzahl der Einzeltransaktionen der Marktteilnehmer beim Clearing über eine CCP (rechts) im Vergleich zum bilateralen Clearing (links). Aufgrund der Verrechnung von Forderungen und Verbindlichkeiten der einzelnen Kontrahenten gegenüber der CCP reduzieren sich die Risikopositionen (das Exposure) und damit das Kontrahentenrisiko.

Abbildung 1: Anzahl der Transaktionen beim bilateralen bzw. CCP-Clearing (Beispiel)

Vor allem Marktteilnehmer aus dem Finanzsektor sind dazu übergegangen, über die für sie bestehende Clearingpflicht hinaus weitere OTC-Derivate zu clearen. Dies führt zu einer Steigerung der Liquidität innerhalb des geclearten OTC-Derivatemarktes. Demgegenüber werden nicht über CCPs geclearte OTC-Derivate mit höheren Eigenkapitalanforderungen belastet, was das Clearing attraktiver werden lässt. Dies kann unter Umständen dazu führen, dass individuelle Risiken, zum Beispiele bei OTC-Derivaten in „exotischen" Währungen, gar nicht oder nur noch zu sehr viel höheren Kosten abgesichert werden können. Denn ohne Clearing wären die Eigenkapitalanforderungen zu hoch. Aber auch das Clearing würde teurer oder könnte überhaupt nicht mehr angeboten werden, da die involvierten Risiken spezielle, nicht standardisierte Leistungen von Banken und/oder Clearinghäusern erfordern, die zu riskant oder kostspielig wären.

[24] Kalkuliert auf Portfolioebene zur Absicherung der Schwankungen des Gesamtportfolios des Marktteilnehmers.
[25] Zur Absicherung der täglichen Marktschwankungen der einzelnen Transaktion.
[26] CRR: Capital Requirements Regulation: Verordnung (EU) Nr. 575/2013 vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und [...].

Einerseits erhöhen CCPs durch ihre zentrale Position im Markt folglich die Markttransparenz und somit die Finanzstabilität. Nach Einschätzung der Deutschen Bundesbank hatten CCPs während der globalen Finanzkrise eine stabilisierende Wirkung, während bilateral geclearte Transaktionen einen Unsicherheitsfaktor darstellten.[27] Andererseits entsteht auf diese Weise eine neue Risikokonzentration bei einigen wenigen Marktteilnehmern, was zu neuen Destabilisierungsrisiken führen kann. Die künftigen Regelungen zur CCP-Sanierung und -insolvenz sind deshalb von entscheidender Bedeutung für das langfristige Funktionieren der Clearingsysteme.[28]

2. Welche Finanzprodukte unterliegen dem Clearing?

Zu den wesentlichen Anwendungsfällen des Clearings gehören

- Clearing von Cash (Geldverrechnungsverkehr)
- Clearing von Wertpapieren
- Clearing von Derivatekontrakten, die an einer Börse gelistet sind (börsennotierte Derivate) oder außerbörslich im Over-the-Counter-Markt gehandelt werden (OTC-Derivate).

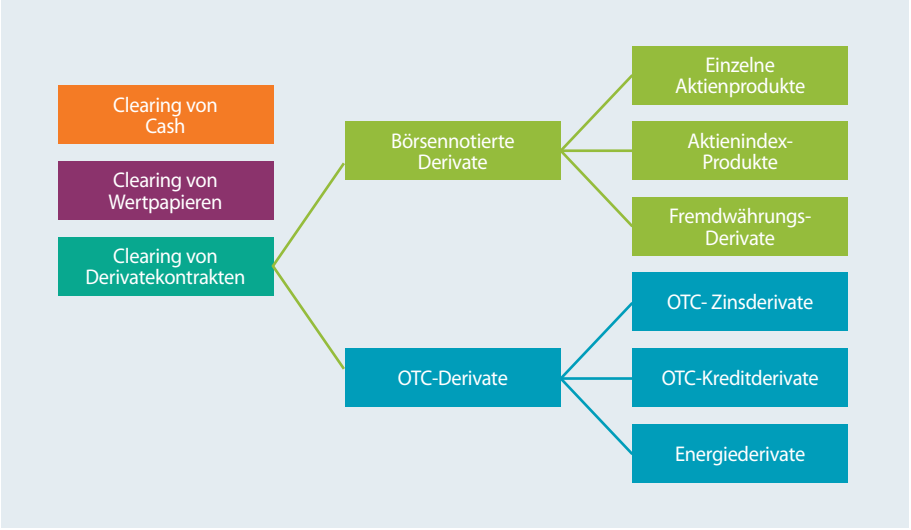


Abbildung 2: Auswahl geclearter Finanzprodukte

[27] Vgl. Deutsche Bundesbank, Überwachung des Zahlungsverkehrs und der Wertpapierabwicklung: Zentrale Kontrahenten, 2017, unter, https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Aufgaben/ueberwachung.html?docId=324470&notFirst=true.

[28] Vgl. Europäische Kommission, Recovery and resolution of central counterparties (CCPs), 2017, unter https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/post-trade-services/recovery-and-resolution-central-counterparties-ccps_en.

Im Folgenden werden die Volumina der verschiedenen geclearten Finanzprodukte veranschaulicht. Der ausstehende Nominalwert[29] von OTC-Derivaten belief sich Ende 2016 weltweit auf 483 Billionen US-Dollar.[30] Davon entfiel der weit überwiegende Anteil auf Zinsderivate (vgl. Abbildung 3).

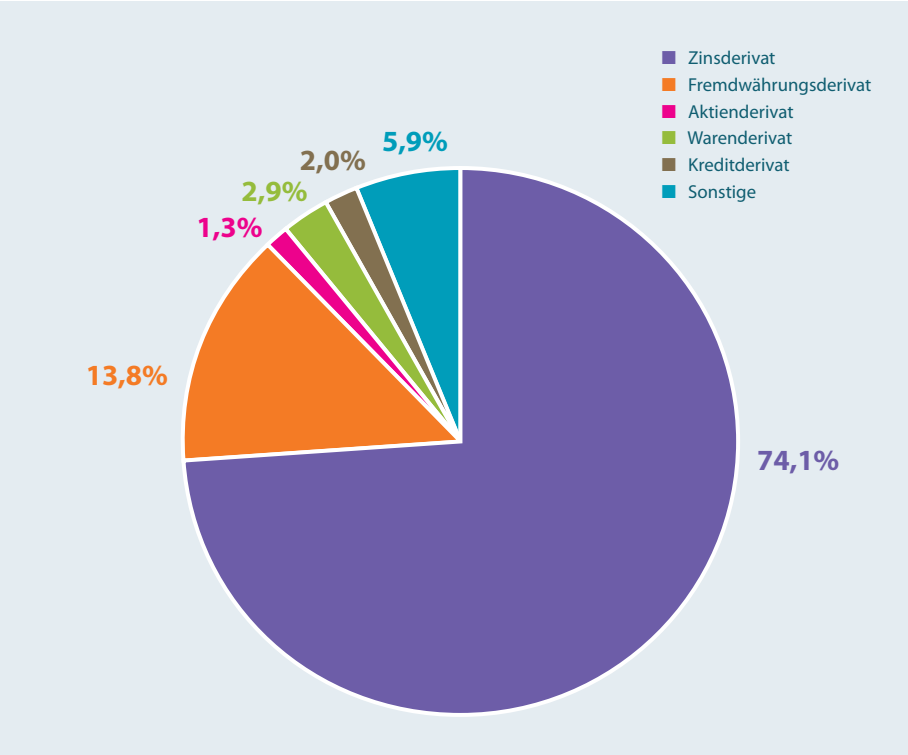


Abbildung 3: Anteil der verschiedenen OTC-Derivate zum 31. Dezember 2016

Rund 58 Prozent des Gesamtwerts aller OTC-Derivatekontrakte wurden im Dezember 2016 zentral über CCPs gecleart. Dies entspricht in etwa einer Summe von 279 Billionen US-Dollar. Der Anteil zentral über CCPs geclearter OTC-Zinsderivaten betrug 76 Prozent,[31] bei Kreditderivaten rund 43 Prozent. Der Anteil der insgesamt über CCPs geclearten OTC-Derivate nimmt immer weiter zu, was erklärtes politisches Ziel bei der Einführung der EMIR im Jahr 2012 war.

Circa 90 Prozent des Clearings mit euro-denominierten Zinsderivaten sowie 40 Prozent des Clearings mit euro-denominierten Kreditderivaten von Banken aus der Euro-Zone wird von britischen CCPs durchgeführt.[32] Eine besondere Stellung nimmt hierbei das London Clearing House (LCH) ein, denn es cleart 90 Prozent aller globalen Zinsderivate, wovon rund

[29] Der Nominalwert ist der Nennwert eines Wertpapiers. Bei Derivaten ist der Nominalwert ein berechneter Wert des Derivats in einer bestimmten Währung.
[30] Vgl. Bank for International Settlements, Global OTC derivatives market, 6. Juni 2017, unter http://www.bis.org/statistics/d5_1.pdf und http://www.bis.org/statistics/d5_2.pdf.
[31] Vgl. Wooldridge, Philip, Central clearing makes further inroads, in BIS Quarterly Review, 6. Juni 2017, unter http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1706y.htm.
[32] Vgl. Europäische Zentralbank, European CCPs after Brexit, 20. Juni 2017, unter https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170620.en.html.

28 Prozent euro-denominierte Zinsderivate sind. Der Brexit zieht damit unausweichlich nach sich, dass künftig ein Großteil des Clearings, insbesondere von euro-denominierten Zinsderivaten, außerhalb der EU-Jurisdiktion (das heißt außerhalb der Euro- bzw. der EU/EWR-Zone) reguliert und beaufsichtigt würde.

3. Wie ist Clearing in der Europäischen Union reguliert?

Beim G20-Gipfel in Pittsburgh 2009 verständigten sich die Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten darauf, dass bis Ende 2012 alle standardisierten Derivatekontrakte über CCPs zu verrechnen sind. Zudem müssen große Teile des OTC-Handels besichert abgewickelt und an zentrale Transaktionsregister gemeldet werden.[33] Ausnahmen gelten unter anderem für nichtfinanzielle Gegenparteien. In der Europäischen Union wird dies durch die 2012 in Kraft getretene EMIR geregelt.

Die EMIR-Verordnung legt unter anderem den Aufsichtsrahmen für in der Europäischen Union niedergelassene CCPs sowie die Regelungen für Drittstaaten-CCPs fest, die Clearingdienstleistungen in der Europäischen Union erbringen. Sie regelt weiterhin die Verpflichtung für Vertragsparteien von standardisierten OTC-Derivaten[34], grundsätzlich über eine CCP zu clearen und die nicht clearbaren Transaktionen zu besichern.

Die Clearingpflicht nach EMIR gilt für alle in der Europäischen Union beaufsichtigten finanziellen Gegenparteien sowie für nichtfinanzielle, deren OTC-Derivatevolumen jenseits von Absicherungsgeschäften einen bestimmten Schwellenwert überschreitet.[35] So werden das Kontrahenten- und das operationelle Einzelrisiko reduziert. Da sich wirtschaftlich nur hinreichend standardisierte und liquide Derivategeschäfte zum zentralen Clearing eignen, müssen Vertragsparteien von OTC-Derivaten, die nicht der zentralen Clearingpflicht unterliegen, hohe Anforderungen an das betriebliche Risikomanagement beachten (gegebenenfalls inklusive Besicherungspflicht).

Vor allem aber müssen alle in der MiFID definierten (OTC-) Derivate nach der EMIR an von der ESMA beaufsichtigte Transparenzregister gemeldet werden. Dies soll sicherstellen, dass die bestehenden Positionen, Risiken und Aktivitäten der verschiedenen Teilnehmer des OTC-Derivatemarktes vollständig erfasst werden und es nicht, wie im Zusammenhang mit der Insolvenz von Lehman Brothers, zu unvorhergesehenen Kettenreaktionen kommt. Durch gesteigerte Markttransparenz sollen überraschende Auswirkungen auf die Märkte und damit die Notwendigkeit staatlicher Eingriffe künftig minimiert werden. Bisher konnte allerdings keine ausreichende Datenqualität erzielt werden, was die Regulierer mit diversen Änderungsvorschlägen zu beheben versuchen.

---

[33] Vgl. Deutsche Börse AG, How central counterparties strengthen the safety and integrity of financial markets, Juli 2014, unter http://deutsche-boerse.com/blob/2532348/37fbffb2a577d8e43d52d19223b49c63/data/how-central-counter-parties-strengthen-the-safety-and-integrity-of-financial-markets_en.pdf.

[34] Börsengehandelte Transaktionen wurden bereits vor der EMIR über CCPs gecleart.

[35] OTC-Derivate sind dabei Derivate im Sinne des Anhangs I Abschnitt C Nummern 4 bis 10 der MiFID, die nicht auf einem geregelten Markt im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 14 MiFID oder auf einem Markt in Drittstaaten, der gemäß Artikel 19 Absatz 6 MiFID als einem geregelten Markt gleichwertig angesehen wird, ausgeführt werden.

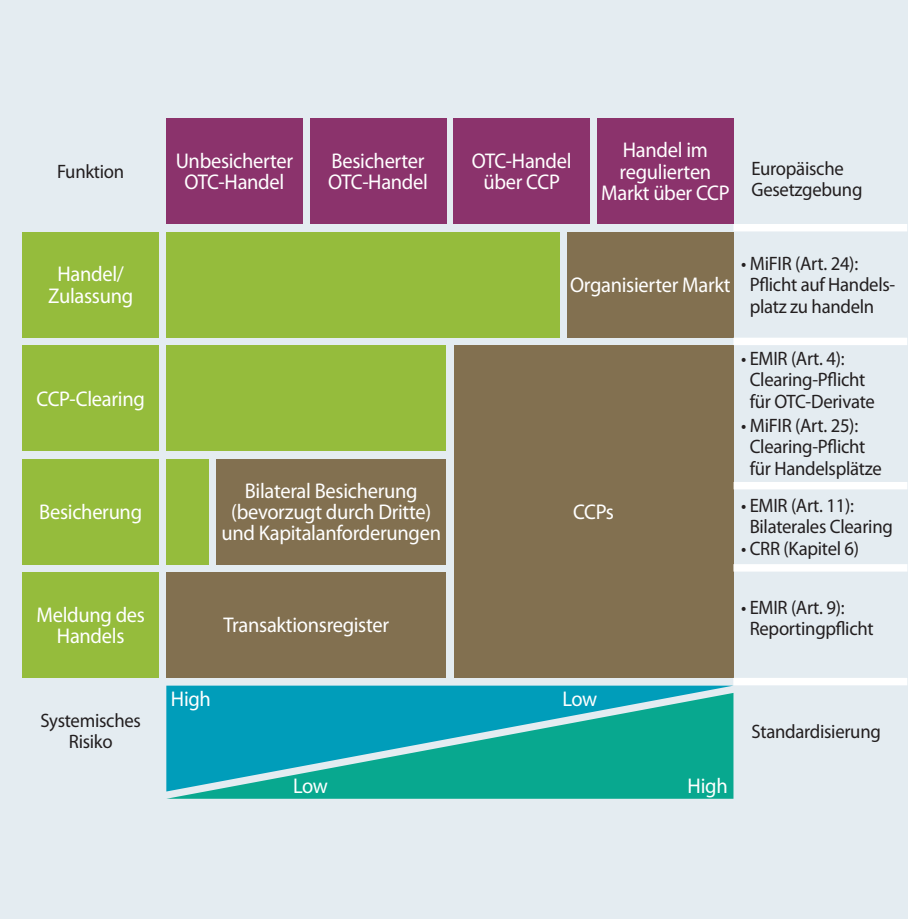


Abbildung 4: Übersicht zu den regulatorischen Vorgaben beim Clearing

3.3.2 Drittstaatenregelungen

Die EMIR legt zudem den Aufsichtsrahmen für Drittstaaten-CCPs fest, die Clearingdienstleistungen in der Europäischen Union erbringen. Demnach ist es auch außerhalb der Europäischen Union ansässigen CCPs möglich, Clearing-Geschäfte für EU-Marktteilnehmer anzubieten, sofern die EU-Kommission die Äquivalenz des ausländischen Aufsichtsregimes anerkennt. Das aktuelle Äquivalenz-Regime der EMIR ist wie die meisten Drittstaatenregelungen jedoch nicht für große Volumina ausgelegt, worauf bereits die ESMA, die EZB und das Europäische Parlament hingewiesen haben. Hinzu kommt, dass die Europäische Union bezüglich der Äquivalenz und der Gewährung des Zugangs zum EU-Markt in der Vergangenheit vergleichsweise offen war, während andere Staaten, insbesondere die USA und Japan, deutlich restriktivere Ansätze verfolgen.

Im Mai 2017 hat die EU-Kommission ihren Vorschlag zur Änderung der EMIR (EMIR-Review) veröffentlicht.[36] Des Weiteren hat die EU-Kommission mit Blick auf den Austritt des Vereinigten Königreiches im Juni 2017 einen ergänzenden Entwurf zur Überarbeitung der EMIR[37] vorgelegt und darin ein neues Rahmenwerk bezüglich der Äquivalenz von CCPs aus Drittstaaten vorgeschlagen. Der Vizepräsident der EU-Kommission Valdis Dombrovskis betonte hierbei, dass wegen des Verlustes des größten EU-Finanzzentrums London ein wirkungsvolles Drittstaatenregime benötigt wird, um künftig die Sicherheit und Stabilität der Finanzmärkte gewährleisten zu können.[38]

Der Verordnungsentwurf sieht vor allem vor, dass systemisch relevante, nicht in der Europäischen Union ansässige CCPs künftig unter eine zusätzliche ESMA-Aufsicht fallen. Dieser Prozess läuft parallel zur derzeitigen Überarbeitung des Rahmenwerks für die drei EU-Finanzaufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities, ESAs), durch welche die ESMA in Zukunft eine direkte Aufsicht über Clearinghäuser bekommen soll.[39] Die ESMA-Aufsicht über Drittstaaten-CCPs soll die Überwachung und die Informationslage für die EU-Behörden verbessern. Darüber hinaus muss insbesondere in Krisenzeiten – wenn schnell und in Abstimmung mit der Bankenaufsicht zu agieren ist – die Durchsetzbarkeit der Aufsichtsmaßnahmen im Sinne der Finanzmarktstabilität sichergestellt sein.[40] Falls die ESMA und die zuständigen Zentralbanken zu dem Ergebnis kommen, dass eine Aufsicht außerhalb der Europäischen Union nicht durchsetzbar ist, wird sogar die Möglichkeit eingeräumt, diese CCPs nicht mehr anzuerkennen (vgl. Abbildung 5).

Der Entwurf wird aktuell im Rat und dem Europäischen Parlament verhandelt. Es wird unter anderem kritisiert, dass der Entwurf nicht weit genug gehe. So fordern Mitglieder des Europäischen Parlaments[41], die Deutsche Bundesbank[42] und die Banque de France weitergehende Regeln, um sicherzustellen, dass das Euro-Clearing unter EU-Recht und in die Zuständigkeit des EuGH fällt. Andere wiederum sind der Auffassung, dass die Möglichkeit eines Clearingverbots für bestimmte CCPs über das Ziel hinausschießt. Die EZB hat vorgeschlagen, ihre eigenen Befugnisse in Bezug auf die Überwachung des Clearings durch eine Ergänzung von Artikel 22 der ESZB/EZB-Statuten zu erweitern. Dieses politische „Gerangel" zeigt, wie komplex und politisch das Thema Clearing ist.

---

[36] EMIR Review: Vorschlag für eine Verordnung zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 in Bezug auf die Clearingpflicht […], 2017/0090 (COD) vom 4. Mai 2017.

[37] Vorschlag für eine Verordnung zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde) sowie […], 2017/0136 (COD) vom 16. Juni 2017, unter ttps://ec.europa.eu/info/law/derivatives-emir-regulation-eu-no-648-2012/upcoming_en.

[38] Vgl. Europäische Kommission, Press release: Commission proposes more robust supervision of central counterparties (CCPs), 13. Juni 2017, unter http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1568_en.htm?locale=en.

[39] Vgl. Europäische Kommission, Public consultation on the operations of the European Supervisory Authorities, 2017, unter https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-esas-operations_en.

[40] Dieses Thema ist in der Gesetzgebung zur Sanierung und Abwicklung von CCPs noch nicht adressiert, wird aber vom zuständigen Berichterstatter des Europäischen Parlaments Jakob von Weizsäcker und von der EU-Kommission im Rahmen des EMIR-Review angesprochen. Vgl. Europäische Kommission, Recovery and resolution of central counterparties (CCPs), 28. November 2016, unter https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/post-trade-services/recovery-and-resolution-central-counterparties-ccps_en.

[41] Vgl. Financial Times, MEPs seek tougher rules on London euro clearing after UK quits EU, 7. August 2017, unter https://www.ft.com/content/6f2c5982-75cf-11e7-a3e8-60495fe6ca71.

[42] Vgl. unter anderem Deutsche Bundesbank, Das Euro-Clearing ist für Europa von zentraler Bedeutung, Gastbeitrag in der Börsen-Zeitung, 19. Mai 2017, unter https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Presse/Gastbeitraege/2017_05_19_wuermeling_boersen_zeitung.html; Deutsche Bundesbank, Bundesbank-Vorstand für Kontrollrechte über Euro-Clearing nach Brexit, 18. August 2017, unter https://de.reuters.com/article/bundesbank-euro-clearing-idDEKCN1AY1U0.

Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012; Artikel 25 (2b), (2c)		
Nicht systemrelevant	**Systemrelevant**	
Tier 1 CCP	**Tier 2 CCP**	**Tier 2+ CCP**
Klassische Äquivalenz	**Erweiterte Äquivalenz**	**Keine Anerkennung**
Tier 1 CCPs unterliegen weiterhin den derzeitigen Vorgaben und Voraussetzungen für eine Drittstaatenäquivalenz, u.a. Entscheidung der EU-Kommission über Drittstaatenjurisdiktion und ESMA-Anerkennung der CCP. Der Vorschlag überträgt der ESMA einige neue Verantwortlichkeiten bzgl. der Aufsicht dieser anerkannten Tier 1 CCPs.	Tier 2 CCPs müssen: • Die relevanten und notwendigen Sorgfaltspflichten für EU27-CCPs befolgen. • Einwilligen dem Gesetzgeber Zugang zu Informationen zu geben und eine schriftliche Bestätigung (innerhalb von 180 Tagen) der relevanten EU-Zentralbanken vorlegen, dass die Drittstaaten-CCP alle Vorgaben erfüllt, die ihr diese Zentralbanken in Erfüllung ihrer geldpolitischen Aufgaben auferlegen. • Ausdrücklich schriftlich einwilligen, der ESMA auf Anfrage Zugang zu Informationen im Besitz der CCP und zum Betriebsgelände zu gewähren.	Die ESMA kann, in Abstimmung mit den relevanten Zentralbanken und entsprechend dem Level der systemischen Bedeutung der CCP in Übereinstimmung mit § 2a entscheiden, dass eine CCP von so substantieller systemischer Bedeutung ist, dass eine Compliance mit den Bedingungen in § 2b nicht ausreicht, um Finanzstabilität zu gewährleisten und darum nicht anerkannt werden sollte. Die EU-Kommission kann ein Umsetzungsgesetz erlassen, dass diese CCP nicht anerkannt werden soll und dass sie nur Clearingdienste in der Union anbieten darf, nachdem sie gemäß der EMIR autorisiert wurde.

Abbildung 5: Vorgeschlagene Drittstaatenregelungen für CCPs im Rahmen des EMIR-Review

In der Debatte um eine verpflichtende Verlagerung des Euro-Clearings in die Europäische Union ist zu bedenken, dass die gemeinsame Aufsicht (Joint Supervision) von CCPs andernorts bereits erfolgt. So besteht etwa in den Vereinigten Staaten die zuständige Aufsicht CFTC (Commodity Futures Trading Commission) nicht darauf, dass Dollar-Clearing allein innerhalb der Landesgrenzen stattfindet. Vielmehr misst die Aufsicht CCPs außerhalb der USA, die insbesondere von nichtamerikanischen Kunden genutzt werden, eine hohe Bedeutung zu und hat sich wiederholt gegen eine Festlegung von regulatorischer Seite ausgesprochen, wo Dollar-Clearing-Geschäfte getätigt werden dürfen.[43]

[43] Vgl. CFTC, What future for global regulation of financial markets?, 5. April 2017, unter http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opabowen-15.

Der größte Teil des Clearings von OTC-Derivaten erfolgt derzeit im Vereinigten Königreich. Gemäß EU-Kommissionsvorschlag wäre eine Anerkennung von systemrelevanten Drittstaaten-CCPs (zukünftig dann auch von CCPs mit Sitz im Vereinigten Königreich) als qualifizierte CCPs (QCCPs) grundsätzlich möglich. Die Entscheidung obläge der ESMA unter Einbeziehung der EZB und der nationalen Zentralbanken. Jedoch kann die Anerkennung, wie bei allen Äquivalenz-Regimen, kurzfristig wieder entzogen werden und bietet folglich wenig Sicherheit. Ohne eine Anerkennung müssten Drittstaaten-CCPs ihr Geschäft in die Europäische Union verlagern, um weiterhin das Clearing mit EU-Marktteilnehmern abwickeln zu können.

Im Kontext des Brexit und der Frage einer Verlagerung des Clearings muss unbedingt zwischen Neugeschäft und Bestandsgeschäft unterschieden werden.

- EU-Marktteilnehmern ist es im Zweifel einfacher möglich, die negativen Auswirkungen einer Nichtanerkennung auf das Neugeschäft zu minimieren – etwa durch Verlagerung des Clearings auf eine anerkannte EU-CCP. Allerdings wäre aufgrund verringerter Liquidität und Umstrukturierungen zumindest kurzfristig eine Verteuerung des Clearings zu erwarten.

- Bei Bestandsgeschäft mit Vertragszeiträumen über den Brexit hinaus käme es dagegen zu großen Änderungen, sollte hier keine Regelung oder ein Bestandsschutz vereinbart werden. Die mit Kapital zu unterlegenden risikogewichteten Aktiva (Risk-Weighted Assets, RWA) für bestehende Verträge würden sich signifikant erhöhen, da nach dem Brexit aus der Risikoposition gegenüber einer QCCP die Risikoposition gegenüber einer nichtqualifizierten CCP wird. Es wird argumentiert, dass sich die RWA bei einer Gesamtrisikoposition von zehn Milliarden Euro um mehr als das 16-fache erhöhen könnten (siehe Berechnungen in Anhang 2). Andere Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass neben den höheren RWA ein möglicher Anstieg der Initial Margin (anfängliche Sicherungsleistung) weitere Zusatzkosten verursachen kann.[44] Es gibt jedoch auch Untersuchungen, die genau zum gegenteiligen Ergebnis kommen und von einem Rückgang der Kosten ausgehen.[45] Vor allem langfristig angelegte Transaktionen wie Zins- und Devisenkontrakte wären betroffen. Es stellt sich auf Basis der neuen Regulierungsvorschläge zudem die Frage, ob Finanzprodukte überhaupt noch bei einer nicht anerkannten CCP aus einem Drittstaat gecleart werden dürfen. Die Frage, wie dann mit noch laufenden Verträgen verfahren werden soll, verursacht noch größere Unsicherheit. Ein Bestandsschutz, der den Marktteilnehmern ermöglicht laufende Verträge auslaufen zu lassen, würde hier Abhilfe schaffen.

Insbesondere der Finanzsektor wäre von den Überlegungen und Veränderungen beim Clearing betroffen. Nichtfinanzielle Unternehmen bekämen wenig oder nur indirekt die Auswirkungen zu spüren, da sie meist durch die EMIR von der Clearingpflicht entbunden sind.

---

[44] Vgl. unter anderem Clarus, Moving Euro Clearing out of the UK: the $77bn problem?, 31. Mai 2017, unter https://www.clarusft.com/moving-euro-clearing-out-of-the-uk-the-77bn-problem/; ISDA, Brexit – CCP Location and Legal Uncertainty, August 2017, unter http://www2.isda.org/attachment/OTU5Mw==/Brexit%20paper%201%20FINAL1.pdf.

[45] Vgl. BVI, BVI position on Euro clearing by systemically important third country CCPs, 12. Juli 2017, unter https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Regulierung/Positionen/Euro-Clearing/2017_07_12_BVI_position_euroclearing.pdf.

Angesichts des geringen Fortschritts in den Brexit-Verhandlungen und der zunehmenden Wahrscheinlichkeit eines harten Brexit – ohne rechtzeitige Einigung der Verhandlungsparteien und ohne Übergangsregelungen – können viele Finanzmarktakteure ihre Notfallplanung nicht länger aufschieben. Die Brexit-Verhandlungen und die EMIR-Überarbeitung werden dauern. Gleichzeitig sind Großbanken von den Aufsichtsbehörden aufgefordert, Szenarien für einen harten Brexit vorzulegen. Die EZB und die Bank of England haben deutlich gemacht, dass die Marktteilnehmer für dieses Szenario vorbereitet sein müssen.[46] Dies verdeutlicht auch ein Anfang Oktober 2017 gestartetes Partnerschaftsprogramm der Eurex Clearing mit mehreren Großbanken, welches die Entwicklung eines alternativen Angebots für das Clearing von Zinsderivaten in der Europäischen Union beschleunigen soll. Das Programm wurde in enger Zusammenarbeit mit den Marktakteuren gestaltet, welche gemeinsam den Aufbau eines liquiden Clearingmarktes vorantreiben wollen.[47]

3.3.3 Empfehlungen

Der Zugang zur derzeit im Vereinigten Königreich konzentrierten Clearing-Infrastruktur ist für zahlreiche in der Europäischen Union ansässige Marktteilnehmer von zentraler Bedeutung. Kurzfristige Veränderungen an dieser Infrastruktur, insbesondere im Fall eines harten Brexit im März 2019, sind mit erheblichen Risiken verbunden. Solche Risiken sind insbesondere eine unverhältnismäßige Kostensteigerung für die Marktteilnehmer und/oder negative Auswirkungen einer zu starken Fragmentierung, wenn diese zu einem Rückgang von Marktliquidität führen oder die Leistungsfähigkeit des Clearingmarktes beeinträchtigen. Zudem könnten die Veränderungen Auswirkungen auf die Absicherungskosten nichtfinanzieller Unternehmen haben.

Insbesondere im Fall eines harten Brexit wäre das Risikopotenzial besonders hoch, da von einem Tag auf den anderen britische CCPs nicht mehr anerkannt oder die Anerkennung noch nicht abgeschlossen wäre. Abgesehen davon ist nicht klar, ob eine solche Anerkennung nach der EMIR-Überarbeitung überhaupt noch möglich sein wird. Marktunterbrechungen und Ineffizienzen sind darum besonders in der kurzen Frist zu befürchten.

Diese Risiken gilt es im Rahmen der aktuellen politischen Diskussion um eine Verlagerung des Euro-Clearings in die Europäischen Union, unter anderem im Rahmen des EMIR-Review, sachlich abzuwägen. Übergeordnetes Ziel muss es sein, die europäische Finanzstabilität sicherzustellen, dabei aber die Effizienz des Marktes zu erhalten und die Interessen der EU-Marktteilnehmer zu berücksichtigen. In diesem Zusammenhang wird derzeit auch diskutiert, wie und ob eine effektive Aufsicht für systemrelevante Drittstaaten-CCPs sichergestellt werden kann. Nicht nur aus Gründen der Finanzstabilität, sondern auch um zu verhindern, dass die Europäische Union im Krisenfall finanziell haftet, obwohl sie keine Möglichkeit der aufsichtsrechtlichen Kontrolle und Überwachung über diese CCPs hat.

[46] Vgl. City A.M., ECB urges banks to speed up Brexit relocation planning: „The clock is ticking", 16. August 2017, unter http://www.cityam.com/270375/ecb-urges-banks-speed-up-brexit-relocation-planning-clock.

[47] Vgl. Deutsche Börse Group, Eurex Clearing announces partnership program, 9. Oktober 2017, unter http://deutsche-boerse.com/dbg-en/media-relations/press-releases/Eurex-Clearing-announces-partnership-program/3199210.

Der anstehende Prozess wird nicht leicht werden, da es viele offene Fragen gibt, welche die Risiken und Chancen der Überarbeitung des regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmens direkt beeinflussen. Zum Beispiel: Kann das EU-Clearingökosystem das betroffene Geschäft bewältigen? Wie würde sich eine Verlagerung auf Kosten und Liquidität auswirken? Entstehen hierdurch Nachteile für EU-Marktteilnehmer im internationalen Wettbewerb? Bringt eine Verlagerung eventuell sogar Vorteile? Wo clearen Marktteilnehmer in Zukunft? Kann eine duale Aufsicht wie für das Clearing in Dollar funktionieren? Die große Unsicherheit erschwert eine verlässliche Einschätzung der tatsächlichen Auswirkungen und wie schwerwiegend oder nicht diese sein werden. Dies zeigen auch die unterschiedlichen Vorhersagen, die man zu den Konsequenzen einer Verlagerung des Clearings findet.

Zu welcher Lösung die Verhandlungsführer bzw. der Gesetzgeber auch kommen mögen: es ist entscheidend, dass sie sich der möglichen Risiken und Konsequenzen bewusst sind und die bestmögliche Lösung für alle Betroffenen suchen. Eine rein politische Entscheidung ist bei einem Thema mit so hoher Relevanz für den internationalen Finanzmarkt fehl am Platz.

Das Deutsche Aktieninstitut empfiehlt deshalb, die nachfolgenden Gesichtspunkte und Ziele in den Entscheidungsprozess einzubeziehen:

- Angemessene Übergangsregeln sind zu implementieren und damit einhergehend muss es einen Bestandsschutz für existierende Risikopositionen von EU-Finanzinstituten gegenüber Drittstaaten-CCPs geben, auch wenn sich deren Status nach dem Brexit ändern sollte.

- Mögliche negative Konsequenzen eines harten Brexit und einer regulatorisch vorgeschriebenen Verlagerung von Neugeschäft auf den europäischen Clearingmarkt sind zu beachten.

- Ein stabiles Clearingökosystem mit den erforderlichen Clearinghäusern und ausreichender Liquidität ist in der Europäischen Union aufzubauen, und ein wettbewerbsfähiges und unterstützendes Rahmenwerk zu schaffen.

- Gleiche Bedingungen für alle Marktteilnehmer, auch internationale, müssen durchgesetzt werden, um Wettbewerbsnachteile für EU-Unternehmen zu vermeiden.

3.4 ANWENDUNGSFALL: BENCHMARKS

3.4.1 Überblick

Neben aktuellen EU-Regulierungsvorhaben, wie der MIFID II[48] oder der PRIIPs-Verordnung[49], haben die Manipulationsvorwürfe bei der Bestimmung von Referenzzinssätzen, wie zum Beispiel der London Interbank Offered Rate (LIBOR) in 2013, dem Europäischen Gesetzgeber

[48] MIFID II: Revised Markets in Financial Instruments Directive: Richtlinie 2014/65/EU vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie [...].

[49] PRIIPs: Packaged Retail and Insurance-based Investment Products: Verordnung 1286/2014/EU vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte.

den dringenden Bedarf einer Regulierung von Referenzwerten bzw. Indizes aufgezeigt. Die daraus entstandene Benchmark-Verordnung[50] wird ab dem 1. Januar 2018 vollständig anwendbar sein.

Die Benchmark-Verordnung trifft Regelungen zu Indizes, die bei Finanzinstrumenten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden. Da Indizes in vielen Bereichen des Kapitalmarkts genutzt werden, betrifft ihre Regulierung eine große Bandbreite an Marktteilnehmern, unter anderem Banken, Versicherungen, Börsen und Fonds. Ziel der Benchmark-Verordnung ist ein besserer Anlegerschutz und ein gestärktes Anlegervertrauen in einen transparenten und stabilen Kapitalmarkt. Sie soll dazu dienen, den Benchmark-Prozess zu verbessern und sicherzustellen, dass in der Europäischen Union definierte und verwendete Benchmarks robust, zuverlässig, repräsentativ und zweckmäßig sind und nicht manipuliert werden können.

Um dieses Ziel zu erreichen, hat der europäische Gesetzgeber drei Gruppen von Marktteilnehmern Pflichten auferlegt:

- Die Verordnung richtet sich in erster Linie an „Administratoren" mit Sitz innerhalb der Europäischen Union, die Benchmarks bereitstellen bzw. erstellen.

- Weiterhin werden in Zukunft auch „Kontributoren" reguliert, die für die Erstellung der Benchmarks notwendige Eingabedaten an die Administratoren liefern. Sie müssen sich beispielsweise an den Verhaltenskodex des jeweiligen Administrators halten.

- Schließlich trifft die Regulierung auch die Verwender von Benchmarks, die beispielsweise ein Finanzinstrument ausgeben, das auf eine Benchmark Bezug nimmt. Der Bezug auf eine Benchmark ist zukünftig nur gestattet, wenn der jeweilige Benchmark-Administrator in das von der ESMA geführte öffentliche Register eingetragen ist und die zugehörigen Voraussetzungen erfüllt.

Die Benchmark-Verordnung gilt für folgende Konstellationen: Eine Benchmark im Sinne der Verordnung ist ein Index, der veröffentlicht wird. Dies ist aber nicht der Fall, wenn die Benchmark lediglich einem eng definierten Personenkreis zur Verfügung gestellt wird. Darüber hinaus muss ein Finanzinstrument (gehandelt an einem Handelsplatz), ein Finanzkontrakt im Sinne der EU-Verbraucherkreditrichtlinie[51] bzw. der EU-Wohnimmobilienkreditrichtlinie[52] oder ein Investmentfonds auf die Benchmark Bezug nehmen.

Erfüllt die Benchmark die genannten Kriterien, ist sie nach dem Wert der Investitionen, die auf sie referenzieren, und der Bedeutung der Benchmark für den Kapitalmarkt in den einzelnen Mitgliedstaaten zu qualifizieren. Abhängig hiervon wird zwischen kritischen, signifikanten und nicht signifikanten Benchmarks unterschieden. Der Pflichtenkatalog ist entsprechend abgestuft. Eine weitere Unterteilung setzt bei den Eingabedaten an (handelt es sich beispielsweise um Rohstoffdaten oder Referenzzinssätze). Je wichtiger eine Benchmark, desto umfangreicher und strenger sind die entsprechenden Pflichten des Benchmark-Administrators.

---

[50] Verordnung (EU) 2016/1011 vom 8. Juni 2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden [...].

[51] Richtlinie 2008/48/EG vom 23. April 2008 über Verbraucherkreditverträge [...].

[52] Richtlinie 2014/17/EU vom 4. Februar 2014 über Wohnimmobilienkreditverträge für Verbraucher [...].

Handelt es sich auf Basis der eben genannten Kriterien um eine Benchmark, die von einem Administrator mit Sitz in der Europäischen Union erstellt wurde, muss dieser vorab bei der zuständigen Behörde eine Zulassung beantragen und wird anschließend im öffentlichen Register der ESMA aufgeführt.

3.4.2 Drittstaatenregelungen

Die Verwendung einer Benchmark ist nur möglich, wenn der Benchmark-Administrator im ESMA-Register geführt wird. Somit trifft die Benchmark-Verordnung nicht nur Administratoren mit Sitz in der Europäischen Union, sondern auch die in Drittstaaten.

Da der Brexit erst nach dem Inkrafttreten der Benchmark-Verordnung wirksam wird, findet diese erst einmal auch im Vereinigten Königreich Anwendung. Spätestens im Frühjahr 2019 ist zu klären, ob und welche Auswirkungen der Brexit auf die von der Verordnung erfassten Benchmarks von britischen Administratoren oder Kontributoren haben wird.

Die Frage, die sich ein Administrator mit Sitz im Vereinigten Königreich, der jeweilige Kontributor und der Verwender innerhalb der Europäischen Union stellen müssen, lautet, (i) ob der Administrator überhaupt in den Anwendungsbereich der Verordnung fällt, (ii) wie seine Benchmarks und die daraus folgenden Pflichten einzuordnen sind und (iii) welche Risiken sich gegebenenfalls aufgrund des Brexit ergeben könnten.

Für Administratoren aus Drittstaaten bestehen drei verschiedene Möglichkeiten, in das ESMA-Register eingetragen zu werden:

- Erstens kann die EU-Kommission eine positive Entscheidung über die Gleichwertigkeit des Systems des Drittstaats treffen (Äquivalenzentscheidung).

- Zweitens kann die zuständige Behörde des Referenzmitgliedstaats den Drittstaaten-Administrator anerkennen, wenn dieser gegenüber der zuständigen Behörde des Referenzmitgliedstaats[53] nachweist, dass seine Indizes die IOSCO-Grundsätze als globaler Standard für die Bereitstellung von Benchmarks erfüllen und er über einen rechtlichen Vertreter im EU-Referenzmitgliedstaat verfügt (Anerkennung).

- Als dritte Möglichkeit kann ein EU-registrierter Administrator bei seiner zuständigen Behörde[54] die Übernahme von Benchmarks eines Administrators aus einem Drittstaat beantragen (Übernahme).

Für die Eintragung in das ESMA-Register und die Erfüllung der zugehörigen Pflichten sieht die Benchmark-Verordnung für Administratoren grundsätzlich einen Übergangszeitraum bis zum 1. Januar 2020 vor. Zu diesem Zeitpunkt wird das Vereinigte Königreich bereits

[53] Dieser Nachweis ist gegebenenfalls in Zukunft gegenüber der ESMA zu erbringen, da der derzeitige Entwurf der EU-Kommission zur ESA-Reform in Artikel 8 insofern eine Änderung der Benchmark-Regulierung vorsieht, als dass der Nachweis nicht mehr gegenüber der zuständigen Behörde des Referenzmitgliedstaats, sondern gegenüber der ESMA erbracht werden soll.

[54] Auch hier sieht der derzeitige Entwurf der EU-Kommission zur ESA-Reform in Artikel 8 vor, dass der Antrag bei der ESMA und nicht mehr bei der zuständigen Behörde des Mitgliedstaates des jeweiligen EU-registrierten Administrators zu stellen ist.

die Regelungen der Benchmark-Verordnung in die Praxis umgesetzt haben, so dass eine Äquivalenzentscheidung der EU-Kommission naheliegend wäre. Sollte diese Äquivalenzentscheidung vorliegen und die jeweiligen UK-Administratoren im ESMA-Register eingetragen sein, können sie ihre Benchmarks über den 1. Januar 2018 hinaus anbieten, Verwender auf diese referenzieren, und Kontributoren Eingabedaten an die registrierten Administratoren liefern. Problematisch ist, dass die EU-Kommission zwar eine Äquivalenzentscheidung treffen kann, die Registrierung aber auch eine Kooperationsvereinbarung der zuständigen britischen Behörde mit der ESMA erfordert. Es besteht das Risiko, dass bis zum Eintritt des Brexit keine Kooperationsvereinbarung und damit keine Eintragung zur Gleichwertigkeit des britischen Benchmark-Rechtssystems erfolgen.

Ebenso zeitkritisch ist es, sich auf die Anerkennung des UK-Benchmark-Administrators durch die zuständige Behörde im jeweiligen Referenzmitgliedstaat zu stützen. Die zuständige Behörde hat allein 90 Tage Zeit, um den Antrag zu prüfen, wobei dieser Zeitraum verlängert werden kann, um die Meinung der ESMA einzuholen. Daneben ist ebenfalls ein Kooperationsvertrag zwischen dem Referenzmitgliedstaat und der britischen Aufsichtsbehörde zu schließen.

Sollten Benchmark-Administratoren bei Eintritt des Brexit nicht in das ESMA-Register eingetragen sein, haben sie zwar bis zum 1. Januar 2020 Zeit für diese Eintragung und das Anbieten neuer Benchmarks, Verwender können sich jedoch nur teilweise auf diese Übergangsregeln stützen.

Für Benchmarks eines UK-Administrators, die vor dem 1. Januar 2020 verwendet wurden, ist wiederum zwischen zwei Konstellationen zu unterscheiden:

- Einerseits kann ein UK-Administrator vor dem Frühjahr 2019 eine Registrierung für bereits zuvor verwendete Benchmarks beantragen. Eine Registrierung des Administrators mit Sitz innerhalb der Europäischen Union stellt aber keine automatische Anerkennung dar, wenn ein EU-Staat zum Drittstaat wird.[55]

- Andererseits kann ein UK-Administrator die Registrierung zwischen dem Brexit und dem 1. Januar 2020 einplanen. Sollte der Brexit noch vor der geplanten Registrierung erfolgen, wäre diese hinfällig, da eine solche nur für Benchmark-Administratoren mit Sitz innerhalb der Europäischen Union zulässig ist.

In beiden Konstellationen könnte der Benchmark-Administrator mit Sitz im Vereinigten Königreich folglich nur dann im öffentlichen Register der ESMA registriert werden, wenn die Voraussetzungen für eine Gleichwertigkeit, Anerkennung oder Übernahme erfüllt wären. Hier schafft Artikel 51 Absatz 5 der Benchmark-Verordnung für bisher referenzierte Benchmarks von Drittstaat-Administratoren eine Erleichterung. Danach können Benchmarks, für die keine dieser drei Optionen greift und die vor dem 1. Januar 2020 innerhalb der Europäischen Union bei Investitionen verwendet wurden, weiterhin bei denselben Investitionen referenziert werden. Diese Übergangsregelung betrifft ausdrücklich und ausschließlich nur bisher laufende Investitionen. Neu getätigte Investitionen sind von der Übergangsregelung

[55] Vgl. ESMA, ESMA issues principles on supervisory approach to relocations from the UK, 31. Mai 2017, unter https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-principles-supervisory-approach-relocations-uk.

nicht erfasst. Ebenso nicht erfasst sind Benchmarks, die am oder unmittelbar nach dem 1. Januar 2020 aufgesetzt werden. Diese profitieren nicht von einer früheren Zulassung oder Registrierung des Benchmark-Administrators innerhalb der Europäischen Union.

3.4.3 Empfehlungen

Möchte ein Verwender neue Investitionen tätigen, die auf Benchmarks von UK-Administratoren referenzieren und für welche keine Anerkennung, Übernahme oder Gleichwertigkeit besteht, ist ihm dies nach dem Brexit nicht mehr möglich. Artikel 51 Absatz 4 der Benchmark-Verordnung regelt zwar die Möglichkeit, Benchmarks auch über den 1. Januar 2020 hinaus zu verwenden, auch wenn diese nicht den Anforderungen der Benchmark-Verordnung entsprechen. Allerdings findet er ebenso wie Artikel 51 Absatz 5 nur auf „alte" Benchmarks Anwendung. Er findet auch keine Anwendung auf eine EU-Benchmark, die zu einer Drittstaaten-Benchmark wird. Entsprechend bietet Artikel 51 Absatz 4 der Benchmark-Verordnung in diesen Fällen keinen Schutz für Verwender.

Das Risiko, mehrmonatig nicht registrierter Benchmarks von UK-Administratoren, würde dazu führen, dass Millionen von Produkten auf Fallbacklösungen zurückgreifen müssten, nicht wie ursprünglich geplant strukturiert oder nicht mehr bis zur Registrierung im ESMA-Register auf den Markt gebracht werden könnten. Darüber hinaus dienen Finanzinstrumente teils auch zur Absicherung verschiedener anderer Investitionen. Sollte diese Absicherung nicht möglich sein, würden unter Umständen neue Risiken entstehen. Administratoren könnten darüber hinaus ihre Lizenzverträge nicht weiterführen bzw. aufsetzen. Kontributoren wiederum wären negativ betroffen, da die von ihnen belieferten Benchmarks plötzlich nicht mehr wie ursprünglich verwendet werden dürfen.

Derzeitige Administratoren von Benchmarks mit Sitz in Drittstaaten haben 42 Monate Zeit, um sich auf die Neuerungen einzustellen. Eine Regelung von Übergangszeiträumen für Mitgliedstaaten, die mit dem Anwendungszeitpunkt der Benchmark-Verordnung zu Drittstaaten werden, fehlt jedoch. Diese würde nicht nur dem Schutz von Verwendern und dem Kapitalmarkt dienen, sondern gerade auch Verbraucher erfassen, die nach dem LIBOR-Manipulationsfall geschützt werden sollten.

Um auch in Zukunft die Verwendung von UK-Benchmarks zu ermöglichen, empfehlen wir eine konsequente Umsetzung des Drittstaatenregimes der Benchmark-Verordnung unter der Voraussetzung, dass das Vereinigte Königreich auch weiterhin einen den europäischen Vorgaben äquivalenten Aufsichts- und Rechtsrahmen sicherstellt.

Der in der Praxis meistverwendete Index ist die LIBOR-Familie. Diese soll nach dem Willen des britischen Regulierers FCA (Financial Conduct Authority) jedoch bis 2021 eingestellt und durch andere, nationale Indizes ersetzt werden (zum Beispiel durch den Sterling Over Night Index Average (SONIA) für Britische Pfund). Die aus dem Brexit resultierenden Veränderungen könnten deshalb zeitgleich zu den Umstellungsproblemen des LIBORs stattfinden und die Komplexität noch weiter erhöhen. Ein Grund mehr, dieses wichtige Themengebiet sorgfältig zu prüfen und frühzeitig angemessene Regelungen zu schaffen.

3.5 ANWENDUNGSFALL: RATING

3.5.1 Überblick

In der Europäischen Union regulierte Marktteilnehmer benötigen zur Erfüllung regulatorischer Vorgaben Daten über Dritte, die von Ratingagenturen (Credit Rating Agencies, CRAs) in Form von Ratings bereitgestellt werden (zum Beispiel zur Risikokapitalberechnung). Die Regulierung des Ratingmarktes in der Europäischen Union wurde in den letzten Jahren durch drei Verordnungen stark überarbeitet.[56] Die Vorgaben gestatten EU-Finanzinstituten zum Beispiel nur Ratings zur Erfüllung ihrer regulatorischen Pflichten zu verwenden, wenn diese bei der ESMA registriert sind. Nur EU-CRAs ist eine solche Registrierung überhaupt möglich.

Zudem nehmen CRAs eine Sonderrolle im Finanzdienstleistungssektor ein, da sie paneuropäisch durch die ESMA und nicht im jeweiligen Mitgliedstaat reguliert und kontrolliert werden. Auf Basis dieser zentralen Regulierung waren CRAs regulatorisch nicht gezwungen, ihre operativen Aktivitäten in einem spezifischen Staat zu bündeln. Die Strukturen des Ratingmarktes wurden vor allem von dem Ziel geprägt, möglichst viele Kunden einzubeziehen und den besten Zugang zum fachrelevanten Arbeitsmarkt zu erlangen. Diese Konstellation hat einige CRAs dazu bewegt, die Administration ihrer operativen Geschäftstätigkeit in London zu zentralisieren, während ihre Analytiker in verschiedenen Staaten der Europäischen Union angesiedelt sind. Andere wiederum gründeten eigenständige Tochtergesellschaften in den einzelnen Mitgliedstaaten. Mithin sind CRAs in der Europäischen Union sehr unterschiedlich organisiert, was zu heterogenen Strukturen im Ratingmarkt geführt hat.

Durch den Brexit besteht die Gefahr, dass im Vereinigten Königreich erstellte Ratings in Zukunft nicht mehr in der Europäischen Union verwendet werden dürfen. Dies würde zu derzeit nicht einschätzbaren Änderungen im EU-Finanzsektor, aber auch in anderen Sektoren führen.

3.5.2 Drittstaatenregelungen

Die CRA-Regulierung enthält eine Drittstaatenregelung, die eine Nutzung von Drittstaaten-Ratings in der Europäischen Union aber nur bedingt möglich macht. EU-Marktteilnehmer können das Rating einer Drittstaaten-CRA nur für regulatorische Zwecke nutzen, wenn (i) dieses Rating von einer ESMA-registrierten EU-CRA bestätigt (Endorsement), oder (ii) die Drittstaaten-CRA von der ESMA zertifiziert (Zertifizierung) wurde.

- Endorsement: Die Übernahme von Ratings durch EU-Ratingagenturen unterliegt erhöhten Anforderungen. So muss die Drittstaaten-CRA unter anderem im Drittland registriert und beaufsichtigt werden, die lokalen Anforderungen genauso streng wie in der Europäischen Union sein und eine Kooperationsvereinbarung zwischen den zuständigen Behörden bestehen. Ratingagenturen, die ein solches Drittstaatenrating übernehmen, sind sowohl für das Rating als auch die Einhaltung der darin enthaltenen Bedingungen uneingeschränkt verantwortlich.

[56] CRA I, II und III: Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Nr. 513/2011 und Nr. 462/2013 über Ratingagenturen.

- Zertifizierung: Eine Drittstaaten-CRA kann sich von der ESMA zertifizieren lassen. Voraussetzung ist, dass die EU-Kommission den Rechts- und Aufsichtsrahmen des Drittstaates für Ratingagenturen als äquivalent zu den EU-Vorgaben anerkennt und eine Kooperationsvereinbarung zwischen den zuständigen Behörden besteht. Zudem darf das Rating nicht von systemischer Relevanz für die Finanzstabilität der Europäischen Union sein. Eine Zertifizierung erlaubt EU-Marktteilnehmern jedoch nur die Verwendung eines Ratings dieser Drittstaaten-CRA für Unternehmen mit Sitz in Drittländern.

Beide Regelungen implizieren, dass Ratingagenturen mit dem Wirksamwerden des Brexit von zwei Aufsichtsbehörden überwacht werden. Die ESMA ist auch weiterhin für die EU27-Staaten zuständig, während das Vereinigte Königreich eine eigene Aufsicht aufbauen muss.

Unabhängig vom Brexit führt die ESMA derzeit eine Konsultation über signifikante Änderungen am derzeitigen Endorsement-Regime durch. Diese Veränderungen würden den derzeitigen, weitgehend reibungslos verlaufenden Endorsement-Prozess stören und Unsicherheit schaffen, inwieweit und wann ein Endorsement weiterhin möglich ist. In diesem Kontext prüft die ESMA auch, was sie als „objektive Begründung" einer EU-CRA ansieht, ein Rating zu vergeben, das von einer Unternehmenseinheit im EU-Ausland erstellt wurde. Die ESMA-Empfehlungen auf Basis der vorangegangenen Konsultation werden für Ende 2017 erwartet.

3.5.3 Empfehlungen

Der Erfolg viele europäischer Unternehmen hängt davon ab, dass sie nicht schlechter gestellt werden als ihre Mitbewerber, zum Beispiel in Bezug auf weltweite Vernetzung oder den Zugang zu Kapital und Investoren. Ohne gegenseitige Anerkennung der Äquivalenz des Rechts- und Aufsichtsrahmens für Ratingagenturen in den Brexit-Verhandlungen können EU-Unternehmen britische Ratings nur bedingt und unter erhöhten Anforderungen für regulatorische Zwecke verwenden. Mithin würden sie gegenüber internationalen Wettbewerbern benachteiligt.

Eine leistungsfähige Ratingindustrie ist ein Schlüsselelement liquider und leistungsfähiger Kapitalmärkte, die Unternehmen Kapital zur Verfügung stellen und so zur Schaffung von Arbeitsplätzen und Wachstum beitragen. Friktionen bei der Verfügbarkeit und/oder Verwendung von Ratings in der Europäischen Union können in der Folge zu einer Störung der Wirtschaft im Allgemeinen führen und sind darum zu verhindern.

Der Anpassungsbedarf in den einzelnen Ratingagenturen variiert aufgrund der unterschiedlichen Strukturen erheblich. Es muss darum sichergestellt werden, dass derzeit bei der ESMA registrierte CRAs auch nach dem Brexit anerkannt bleiben oder zumindest Übergangsregelungen vereinbart werden, um ausreichend Zeit für die Umstrukturierung zu gewährleisten. Auf lange Sicht sollte zudem angestrebt werden, dass gegenseitig anerkannte CRA-Standards basierend auf internationalen Vorgaben entwickelt werden, die die grenzüberschreitende Verwendung von Ratings ermöglichen.

Eine Anerkennung, die erlaubt, dass EU27-Emittenten auch außerhalb der Europäischen Union und Drittstaatenemittenten in der EU27 geratet werden, stärkt die globalen Märkte. Gründe für solche Konstellationen können unter anderem die Nähe zu Investoren und anderen Marktteilnehmern, wie Emissionshäusern, Beratern und Intermediären, geistigem Kapital und/oder analytischen Kompetenzzentren sein.

Der Brexit wirft darüber hinaus die Frage nach dem Zugang zu Talent aus Drittstaaten auf und der Möglichkeit, Geschäfte in der Europäischen Union bzw. dem Vereinigten Königreich über Niederlassungen zu tätigen. Ratings werden über ein Netzwerk aus analytischen Hubs erstellt. Dieses Netzwerk benötigt Zugang zu Ratingexperten verschiedenster Jurisdiktionen, um weltweit konsistente Ratings zur Verfügung zu stellen, die gleichzeitig auf lokalem Detailwissen beruhen. Ein Kernelement qualitativ hochwertiger Ratings ist deshalb die Möglichkeit, grenzüberschreitend Niederlassungen zu errichten und diese effizient und koordiniert zu managen.

4 FAZIT

Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union wird große Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft und Gesellschaft haben – das heißt auch auf Unternehmen, Verbraucher und Anleger. Die konkreten Folgen hängen dabei vom Ergebnis der Brexit-Verhandlungen ab.

Ziel dieses zweiten Positionspapiers ist es, weitere Möglichkeiten aufzuzeigen, wie negative Auswirkungen auf die betroffenen Volkswirtschaften minimiert werden können. Hierbei wurde erneut auf die Bedeutung von Übergangsregelungen hingewiesen, die mehr Zeit für die Verhandlungsführer und die Betroffenen schaffen. Zudem wurden in Ergänzung der bereits im ersten Positionspapier analysierten Themengebiete drei weitere kritische Aspekte im Kapital- und Finanzmarktrecht analysiert und Empfehlungen für die Verhandlungen ausgesprochen: Clearing, Benchmarks und Ratings.

Es ist an den Verhandlungsführern, fachlich fundierte und rationale Entscheidungen zu treffen, die unter Abwägung der Konsequenzen das bestmögliche Ergebnis für alle Betroffenen erzielen. Das Deutsche Aktieninstitut und seine Mitglieder stehen jederzeit als kompetente Gesprächspartner zur Verfügung.

Anhang

ANHANG 1:

EU-Passporting und Drittstaatenregelungen im europäischen Finanz- und Kapitalmarktrecht

Rechtsgrundlage/Thema	EU-Pass	Andere Regelung	Äquivalenz-Regime mit EU-Pass	Andere Drittstaatenregelungen
MiFID II/MiFIR	Ja, für Finanz- und Investmentdienstleistungen und Niederlassungen (von Investmentfirmen).		Ja, aber nur Investmentdienstleistungen für professionelle und ausgewählte Kunden; beinhaltet damit kein Privatkundengeschäft und nur einen kleinen Teil des Firmenkundengeschäfts.	Niederlassungen optional für EU-Staaten.
	Ja, für Handelsplätze (u.a. Clearing/Handel von Aktien und Derivaten).	Handelsplätze haben nicht-diskriminierten Zugang zu CCPs und Benchmarks.	Ja, aber durch den EMIR-Review sind Einschränkungen zu erwarten.	
	Ja, für Datenbereitstellungsdienste.		Nein.	
CRDs	Ja für Bankdienstleistungen sowie Niederlassungen (von Banken).		Nein, nicht für Bankdienstleistungen oder Niederlassungen. Für Investmentdienstleitungen vgl. MiFID II/MiFIR.	Drittstaaten-Äquivalenz für spezielle Aspekte (z.B. Risikogewichtung) möglich, aber beinhaltet keinen Marktzugang oder EU-Pass.
PSDs	Ja, für Zahlungsdienste.		Nein.	
EMIR	Ja, für CCPs.		Ja, aber durch den EMIR-Review sind Einschränkungen zu erwarten.	
	Ja, für TRs.		Ja.	
		CCPs und Handelsplätze haben nicht-diskriminierten Zugang zueinander.	Nein, aber vgl. MiFID II/MiFIR.	
CSDR	Ja, für Dienstleistungen und Niederlassungen (aber nationale Aufsicht zu informieren).		Ja.	
OGAW	Ja, für das Management und den Vertrieb von kollektiven Anlageformen.		Nein.	
AIFMD	Ja, für das Management und den Vertrieb von Alternativen Fonds an professionelle Kunden.			Nicht-EU-Anbieter können über Empfehlung der ESMA und Genehmigung durch die EU-Kommission EU-weit Alternative Fonds managen und an professionelle Kunden vertreiben.
Prospektrichtlinie/-verordnung	Ja, für Wertpapierprospekte von Emittenten.		Ja.	
Transparenz-Richtlinie		Gilt für alle Emittenten mit EU-Listing.		Ja. Gilt unabhängig vom Sitz für alle Emittenten mit EU-Listing.

Marktmiss-brauchs-Verordnung		Gilt für alle Emittenten mit EU-Listing.		Ja. Gilt unabhängig vom Sitz für alle Emittenten mit EU-Listing.
Benchmark-Verordnung	Ja, für Benchmark-Anbieter.		Ja.	Temporäre Anerkennung von Drittstaaten-Benchmarks bis Äquivalenz-entscheidung gefallen ist, wenn die Einhaltung der IOSCO-Grundsätze denen der Benchmark-Verordnung gleichwertig ist.
Solvabilität II	Ja, für (Rück-) Versicherer.		Ja, aber nur für Rückversicherer.	
CRAs	Ja, für Ratingagenturen.		Ja, aber nur für Drittstaaten-Unternehmen und wenn keine systemische Bedeutung für EU-Finanzstabilität (Zertifizierung).	CRAs, die eng mit einer EU-CRA kooperieren und vergleichbarem Regime unterliegen, können durch EU-CRA anerkannt werden (Endorsement).

ANHANG 2:

Vergleich der Risikogewichteten Aktiva bei Geschäften mit QCCP und Nicht-QCCP

Im Folgenden wird beispielhaft errechnet, wie sich die mit Kapital zu unterlegenden risikogewichteten Aktiva (Risk-Weighted Assets, RWA) einer EU-Bank signifikant erhöhen könnten, wenn aus der Risikoposition gegenüber einer QCCP die Risikoposition gegenüber einer Nicht-QCCP wird. In Summe könnten sich die RWA bei einer Gesamtrisikoposition von 10 Milliarden Euro um mehr als das 16-fache erhöhen. Die Werte der für die RWA-Ermittlung notwendigen Variablen (zum Beispiel Mindestbeteiligung am Ausfallfonds und Risikofaktor) sind an die für das britische CCP LCH SwapClear gültigen Werte angelehnt.

Risikoposition der Bank gegenüber Drittstaaten-CCP	RWA wenn QCCP	RWA wenn Nicht-QCCP
Anteil an der Gesamt-Risikoposition (Total Exposure, TE)[1]	• 2% der TE • EUR 10 Mrd. * 2% = **0,2 Milliarden Euro**	• 20% der TE[2] • EUR 10 Mrd. * 20% = **2 Milliarden Euro**
Vorfinanzierte Beiträge zum Ausfallfonds der CCP (Funded Default Fund Contribution, FDF)[3,4]	• Minimum von (1250% * C-Faktor * FDF; 1250% * FDF; 18% * TE) • Min (1250% * 25,86% * EUR 170m = EUR 0,55 Mrd.; 1250% * EUR 170m = EUR 2,125 Mrd.; 18% * EUR 10 Mrd. = EUR 1,8 Mrd) = **0,55 Milliarden Euro**	• 1500% * FDF • 1500% * EUR 170m = **2,55 Milliarden Euro**
Nicht vorfinanzierte Beiträge zum Ausfallfonds der CCP (Unfunded Default Fund Contribution, UDF)[5]		• 1500% * UDF • 1500% * 3 * FDF • 1500% * 3 * EUR 170m = **7,65 Milliarden Euro**
RWA gesamt	**0,75 Milliarden Euro**	**12,2 Milliarden Euro**

Annahmen:

[1] Gesamtrisikoposition = 10 Milliarden Euro

[2] Risikogewicht gemäß Standardansatz für das Kreditrisiko: hier 20 Prozent, weil externes Kreditrating für LCH SwapClear zwischen AAA und AA- liegt.

[3] Vorfinanzierte Beiträge (FDF) = 200 Millionen Euro

[4] Der C-Faktor für LCH liegt bei 25,86 Prozent.

[5] Die UDF ist dreimal so hoch wie die FDF für LCH SwapClear

Kontakt

Dr. Franz-Josef Leven
Stellvertretender Geschäftsführer
Telefon + 49 69 92915-24
leven@dai.de

Sven Erwin Hemeling
Referent Kapitalmarktrecht
Telefon + 49 69 92915-27
hemeling@dai.de

Michaela Hohlmeier
Referentin der Geschäftsführung
Leiterin Kapitalmarkttrends
und Innovation
Telefon + 49 69 92915-31
hohlmeier@dai.de

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915-0
Fax + 49 69 92915-12
www.dai.de

ISBN 978-3-934579-81-1