



Kurzprotokoll der 69. Sitzung

Finanzausschuss

Berlin, den 15. Januar 2020, 14:00 Uhr
Berlin, Paul-Löbe-Haus
Sitzungssaal E 400

Vorsitz: Bettina Stark-Watzinger, MdB

Öffentliche Anhörung

Einziges Tagesordnungspunkt 1

Seite 4

Gesetzentwurf der Bundesregierung

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

BT-Drucksache 19/15665

Federführend:
Finanzausschuss

Mitberatend:
Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz

Gutachtlich:
Parlamentarischer Beirat für nachhaltige Entwicklung

Ein Fragenkatalog wurde nicht erstellt. Die Sachverständigenliste ist als Anlage beigefügt.



Teilnehmende Sachverständige:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Möller, Dr. Andreas
Böcker, Andreas
Elpel, Dr. Thomas
Gänßler, Jaga

Deutsche Börse AG

Senko, Dr. Dmitrij
Gallei, Rainer

Deutsche Kreditwirtschaft

Köhling, Dr. Lambert
Schröder, Dr. Sarah
Arora, Patrick
Faulhauber, Jörg

Deutsche Bundesbank

Neuschwander, Roland
Schrade, Dirk

Single Resolution Board

Kunde, Dr. Axel

EFET Deutschland – Verband Deutscher Energiehändler e. V.

Horstmann, Dr. Karl-Peter

Theobald, Dr. Thomas

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung der Hans-Böckler Stiftung

**Teilnehmende Mitglieder des Ausschusses**

	Ordentliche Mitglieder	Stellvertretende Mitglieder
CDU/CSU	Brehm, Sebastian Brodesser, Dr. Carsten Hauer, Matthias Müller, Sepp Stetten, Christian Frhr. von Tillmann, Antje	
SPD	Arndt-Brauer, Ingrid Binding (Heidelberg), Lothar Hakverdi, Metin	
AfD	Keuter, Stefan	
FDP	Schäffler, Frank Stark-Watzinger, Bettina	
DIE LINKE.	Cezanne, Jörg	
BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN	Paus, Lisa	



Beginn der Sitzung: 14:01 Uhr

Einzigiger Tagesordnungspunkt

Gesetzentwurf der Bundesregierung

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

BT-Drucksache 19/15665

Vorsitzende Bettina Stark-Watzinger: Meine sehr geehrten Damen und Herren, ich begrüße Sie alle zur 69. Sitzung des Finanzausschusses, zu unserer heutigen öffentlichen Anhörung.

Ich begrüße alle anwesenden Sachverständigen und danke Ihnen, dass Sie der Einladung zu unserer heutigen Anhörung gefolgt sind.

Gegenstand der Anhörung ist der Gesetzentwurf der Bundesregierung „zur Einführung von Sondervorschriften für die Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien und zur Anpassung des Wertpapierhandelsgesetzes an die Unterrichtungs- und Nachweispflichten nach den Artikeln 4a und 10 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012“ auf Bundestag-Drucksache 19/15665.

Als weiteres Material wurde der Entwurf eines Änderungsantrags¹ der Koalitionsfraktionen zur Änderung des Kapitalanlagegesetzbuchs an die Sachverständigen verteilt. Darin geht es um die Einführung von Liquiditätstools für Investmentfonds.

Heute Morgen ist der Entwurf eines zweiten Änderungsantrages² der Koalitionsfraktionen zur Änderung des Versicherungsteuergesetzes als Material für die Anhörung per E-Mail verteilt worden. Die Formulierungshilfe liegt Ihnen allen als Tischvorlage vor.

Soweit Sie als Sachverständige davon Gebrauch gemacht haben, dem Finanzausschuss vorab eine schriftliche Stellungnahme zukommen zu lassen, sind diese an alle Mitglieder des Ausschusses verteilt worden. Sie werden auch Bestandteil des Protokolls der heutigen Sitzung.

Ich begrüße noch einmal die Kolleginnen und Kollegen des Finanzausschusses und, soweit anwesend, die der mitberatenden Ausschüsse.

Ich begrüße für das Bundesministerium der Finanzen (BMF) Frau Ministerialdirigentin Dr. Wimmer, Herrn Regierungsdirektor Rödding und Herrn Oberregierungsrat Voigt sowie die weiteren anwesenden Fachbeamten des Bundesministeriums der Finanzen.

Ferner begrüße ich die Vertreter der Länder.

Zum Ablauf der Anhörung: Für die Anhörung ist ein Zeitraum von 1 Stunden und 30 Minuten vorgesehen, also bis ca. 15:30 Uhr.

Ziel ist es, möglichst vielen Kolleginnen und Kollegen die Möglichkeit zur Fragestellung zu geben.

Um dieses Ziel zu erreichen, hat sich der Finanzausschuss in dieser Legislaturperiode für ein neues Modell der Befragung entschieden, das heißt die vereinbarte Gesamtzeit wird entsprechend der Fraktionsstärke in Einheiten von jeweils fünf Minuten unterteilt. In diesem Zeitraum müssen sowohl Fragen als auch Antworten erfolgen. Je kürzer die Fragen formuliert werden, desto mehr Zeit bleibt für die Antworten. Wenn mehrere Sachverständige gefragt werden, bitten wir, fair darauf zu achten, den folgenden Experten ebenfalls Zeit zur Antwort zu lassen.

Um Ihnen ein Gefühl für die Zeit zu vermitteln, wird nach 4 Minuten und 30 Sekunden ein Signalton ertönen. Dann verbleiben noch 30 Sekunden für die Antwort. Unsere bisherigen Anhörungen haben gezeigt, dass dies bei etwas gutem Willen und gegenseitigem Verständnis gut möglich ist.

Die fragestellenden Kolleginnen und Kollegen darf ich bitten, stets zu Beginn ihrer Frage die Sachverständigen zu nennen, an die sich die Frage richtet, und bei einem Verband nicht die Abkürzung, sondern den vollen Namen zu nennen, um Verwechslungen zu vermeiden.

Die Fraktionen werden gebeten, soweit nicht bereits geschehen, ihre Fragesteller im Vorhinein bei mir anzumelden.

Zu der Anhörung wird ein Wortprotokoll erstellt. Zu diesem Zweck wird die Anhörung mitgeschnitten.

¹Anlage 1

²Anlage 2



ten. Zur Erleichterung derjenigen, die unter Zuhilfenahme des Mitschnitts das Protokoll erstellen, werden die Sachverständigen vor jeder Abgabe einer Stellungnahme von mir namentlich aufgerufen.

Ich darf alle bitten, die Mikrofone zu benutzen und sie am Ende der Redebeiträge wieder abzuschalten, damit es zu keinen Störungen kommt.

Wir können direkt mit der Anhörung beginnen. Die erste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Wir wollen mit dem Gesetzentwurf der wachsenden Bedeutung der zentralen Gegenparteien Rechnung tragen und einen spezifischen Rahmen für die Sanierung und Abwicklung dieser Central Counterparties (CCPs) schaffen.

Meine ersten beiden Fragen richten sich an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Es würde mich interessieren, wie Sie den Gesetzentwurf insgesamt und die angewandte Regelungstechnik bewerten.

Zu meiner zweiten Frage: Wie beurteilen Sie die neuen Befugnisse der Aufsichts- und Abwicklungsbehörden hinsichtlich der genannten Ziele, nämlich die Finanzstabilität zu bewahren und gleichzeitig die Kosten des Ausfalls einer CCP für den Steuerzahler zu minimieren?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. Möller, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, bitte.

Sv **Dr. Andreas Möller** (BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Die wachsende Bedeutung der CCPs insbesondere im Hinblick auf das europarechtlich verpflichtende Clearing von OTC-Derivaten (over the counter) macht Überlegungen erforderlich, wie mit der Sanierung und Abwicklung umgegangen werden soll - in Bezug auf die Banken wurde bereits eine Regelung gefunden.

Auf europäischer Ebene gibt es seit einiger Zeit regulatorische Bestrebungen. Gewisse Fortschritte wurden bereits erreicht. Der Prozess in der EU wird aber noch eine Weile dauern. Der Gesetzentwurf trägt auf der einen Seite diesem Prozess auf europäischer Ebene und auf der anderen Seite der Bedeutung und Dringlichkeit einer Regelung Rechnung. Daher ist er aus unserer Sicht zu begrüßen.

Was die Regelungstechnik anbelangt, nach der Sie gefragt haben: Das ist sicherlich eine besondere Herausforderung, weil es mit der Eurex Clearing AG ein Institut gibt, das auch eine Zulassung als sogenanntes CRR-Kreditinstitut (Institut, das unter die Capital Requirements Regulation der EU fällt) hat. Das heißt, die Eurex fällt unter die bestehenden Regelungen für die Bankensanierung und -abwicklung. Diese Regelung ist als EU-Verordnung verbindlich, nationale Regelungen dürfen nicht abweichen. Insofern muss das berücksichtigt werden. Das ist sicherlich auch ein regulatorischer Grund, warum hier Sondervorschriften als Bestandteil der bestehenden Regelungen eingefügt worden sind und nicht ein komplettes Abwicklungsgesetz für CCPs verabschiedet wurde.

Haben bestehenden europäischen Bestrebungen und Überlegungen zur Sanierung und Abwicklung von CCPs bezüglich der Befugnisse Pate gestanden. Es würde wenig Sinn ergeben, ein völlig anderes System zu implementieren. Auf europäischer Ebene sind bereits Überlegungen der G20 zu diesem Thema eingeflossen.

Aus meiner Sicht greifen die Befugnis-Regelungen des vorliegenden Gesetzentwurfs mit den speziellen Instrumenten für die Abwicklung von CCPs diese Entwicklung auf und setzen an der richtigen Stelle an.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der SPD. Herr Hakverdi, bitte.

Abg. **Metin Hakverdi** (SPD): Ich habe zum Einstieg im Anschluss an die allgemeine Frage von Herrn Hauer noch eine allgemeine Frage bzgl. der Zielsetzung des Gesetzentwurfs.

Meine Fragen gehen an die Deutsche Bundesbank. Kann durch die Regeln des Gesetzentwurfs für die Sanierung und Abwicklung eine Fortführung einer zentralen Gegenpartei mit ihren kritischen Funktionen im Falle einer Schieflage garantiert werden?

Ist die Einführung von Sondervorschriften für die Sanierung und Abwicklung von CCPs überhaupt gerechtfertigt?

Halten Sie die Einführung deutscher Regelungen zu Sanierung und Abwicklung im Vorgriff auf die europäische Verordnung für erforderlich?



Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Schrade, Deutsche Bundesbank, bitte.

Sv **Dirk Schrade** (Deutsche Bundesbank): In der Tat haben zentrale Gegenparteien in den letzten Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen. Im Zuge der Finanzkrise wurden die regulatorischen Anforderungen verschärft.

Allerdings sind die Dinge, die heute beraten werden, nicht Bestandteil der bisherigen Regeln. Letztlich geht es darum, finanzielle Notlagen, die auch bei zentralen Gegenparteien auftreten können, zur Wahrung der Finanzstabilität zu adressieren, insbesondere durch Weiterführung der kritischen Funktionen.

Sondervorschriften sind dabei aus unserer Sicht aus drei Gründen durchaus sachgerecht und angemessen. Zum einen werden die durch den Gesetzentwurf adressierten Szenarien von den aktuellen Regularien nicht umfasst. Zum zweiten eignet sich das normale Insolvenzrecht aus unserer Sicht nicht für die Abwicklung und Sanierung von zentralen Gegenparteien, weil dabei Besonderheiten zu berücksichtigen sind, insbesondere die systemische Funktion. Zum dritten gibt es zwar einige zentrale Gegenparteien, wie die Eurex Clearing AG, die bereits Kreditinstitute sind. Allerdings regeln die Vorschriften der BRRD (Richtlinie 2014/59/EU vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen) aus unserer Sicht die Geschäftstätigkeit von CCPs nicht adäquat. Vor diesem Hintergrund halten wir die nun vorliegenden Sondervorschriften durchaus für gerechtfertigt.

Aus unserer Sicht ist eine EU-weite Regelung sinnvoll. Wir gehen allerdings davon aus, dass diese Regelung selbst im günstigsten Falle nicht früher als in zweieinhalb Jahren in Kraft treten kann.

Vor diesem Hintergrund halten wir es für sinnvoll, dass nationale Sonderregelungen geschaffen werden, die die Sanierung und Abwicklung von CCPs adressieren. Der Gesetzentwurf versucht, die entsprechenden Diskussionen auf europäischer Ebene zu integrieren. Das ist aus unserer Sicht nach dem jetzigen Stand sehr gut gelungen. Daher sehen wir diesen Gesetzentwurf als sinnvoll an.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt der Fraktion der AfD. Herr Keuter, bitte.

Abg. **Stefan Keuter** (AfD): Meine Frage richtet sich an die Deutsche Börse als Träger der CCP-Plattform Eurex Clearing AG und an die Deutsche Kreditwirtschaft, die letztlich die erhöhten Margin-Anforderungen zu tragen haben und den vorgesehen Ausfallfonds befüllen müssen.

In welcher Höhe müsste nach heutigen Erkenntnissen der geplante Ausfallfonds befüllt werden? Welche materiellen Auswirkungen für Plattformbetreiber und Clearing-Mitglieder erwarten Sie bei der Umsetzung des vorliegenden Gesetzentwurfs? Haben Sie hierzu Modellrechnungen und welche Ergebnisse können Sie uns daraus vorstellen? In welchem Umfang würden die Clearing-Mitglieder die dadurch erhöhten Kosten im Derivatehandel an ihre Kunden weitergeben?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Wir beginnen mit der Deutschen Börse AG. Herr Dr. Senko bitte.

Sv **Dr. Dmitrij Senko** (Deutsche Börse AG): Das Sanierungs- und Abwicklungsgesetz muss im Kontext der gesamten Regulierung der CCPs seit 2009 gesehen werden. Es steht nicht im Widerspruch zur bestehenden Regulierung, sondern ergänzt sie für die Spezifika von CCPs.

Wir reden über die Abdeckung von Verlusten in unterschiedlichen Abstufungen. Die kleineren Verluste müssen bis zu einem gewissen Niveau durch Margins abgedeckt werden. Bei mittleren Verlusten kommt der Ausfallfonds zum Tragen. Das sind keine neuen Themen. Diese Strukturen existieren und funktionieren bereits heute.

Was passiert darüber hinaus, wenn der Ausfallfonds nicht ausreichen sollte? Das regelt der vorliegende Gesetzentwurf und setzt klare Regeln. Er folgt der Logik der bisherigen Gesamtregulierung. Die Verluste aus einer Krise sollen im CCP-System verbleiben und nicht zu Lasten der öffentlichen Haushalte gehen. In diesem Kontext steht der Gesetzentwurf. Wir betrachten ihn als Präzisierung und Festlegung der Regeln dafür, was in diesem unwahrscheinlichen Fall theoretisch passiert. Wir sind der Überzeugung, dass darüber gesprochen werden muss, weil das Verständnis und die Klarheit bezüglich der Abläufe in diesem Fall dafür sorgen, dass die Marktteilnehmer sich entsprechend verhalten. Wenn man weiß, dass die Kosten vom System, also den Teilnehmern am Clearing getra-



gen werden müssen, setzt die Wechselwirkung entsprechende Anreize und beeinflusst die Risikoeinschätzung und das Verhalten der Beteiligten. Die Deutsche Börse AG und insbesondere Eurex Clearing AG stehen dieser Präzisierung durch den Gesetzentwurf sehr positiv gegenüber.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Herr Dr. Köhling, Deutsche Kreditwirtschaft, bitte.

Sv **Dr. Lambert Köhling** (Deutsche Kreditwirtschaft): Wir können uns dem im Wesentlichen anschließen. Wir halten den Gesetzentwurf für konsequent und sachgerecht. Er orientiert sich an den Instrumentarien, die bereits bestehen, und präzisiert diesen speziellen Anwendungsfall konsequent.

Aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft gibt es zwei Varianten, wie man betroffen sein kann. Als Clearingmitglied ist man über die Ausfallfonds am bereits bestehenden Sicherungssystem direkt beteiligt. Auch eine mittelbare Beteiligung ist möglich, wenn ein Institut über ein Clearingmitglied seine Derivategeschäfte abwickeln lässt. Das ist ein bestehendes System, das durch den Gesetzentwurf lediglich erweitert wird.

Über die von Ihnen erfragten Zahlen verfügen wir leider nicht.

Abg. **Stefan Keuter** (AfD): Ich habe noch eine kurze Nachfrage. Sie sind nicht darauf eingegangen, in welchem Umfang Clearingmitglieder die erhöhten Kosten im Derivatehandel an ihre Kunden weitergeben würden.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Noch einmal die Deutsche Börse AG. Herr Dr. Senko, bitte.

Sv **Dr. Dmitrij Senko** (Deutsche Börse AG): Noch einmal ganz präzise: Die bestehenden Regeln beachten wir schon jetzt. In unserem Fall gibt es durch den Gesetzentwurf keine nennenswerten zusätzlichen Kosten. Ich schließe nicht aus, dass es CCPs gibt, bei denen die europäische oder globale Gesetzgebung größere Änderungen hervorrufen wird. Bei uns ist das aber nicht der Fall.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Dann kommt die nächste Frage von der Fraktion der CDU/CSU. Herr Hauer, bitte.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Ich richte meine Fragen an die Deutsche Börse AG. Sie haben gerade

gesagt, dass Sie den Gesetzentwurf positiv bewerten. Ich interessiere mich für die unterschiedlichen Konsequenzen für CRR-Institute im Gegensatz zu nicht nach der CRR-Verordnung zugelassenen Instituten. Mich würde Ihre Einschätzung zu dieser Problematik genauer interessieren. Wie bewerten Sie die Regelungssystematik dahingehend?

Außerdem: Wie schätzen Sie es ein, dass wir mit dieser Regelung einer europäischen, einheitlichen Regelung gewissermaßen vorgreifen? Gehen Sie davon aus, dass ein sinnvolles Ineinandergreifen der nationalen und europäischen Regelung künftig möglich ist?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die Deutsche Börse AG, Herr Dr. Senko, bitte.

Sv **Dr. Dmitrij Senko** (Deutsche Börse AG): Ich fange mit der zweiten Frage zum Ineinandergreifen der europäischen und deutschen Regelung an.

Unser Verständnis ist, dass die deutsche Regulierung nicht im Widerspruch zur europäischen steht. Im Gegenteil - sie entspricht dem jetzigen Denken auf europäischer Ebene. Natürlich muss beachtet werden, dass die europäische Gesetzgebung noch einen Prozess bis zur Finalisierung durchlaufen wird. Wir hoffen aber, dass dabei keine nennenswerten Diskrepanzen entstehen.

Unser Wunsch und unsere Erwartungshaltung wären, dass am Ende, wenn die europäische Gesetzgebung in Kraft tritt, nicht zwei Gesetze existieren. Das würde nur unnötige Kosten hervorrufen. Nach unserem Verständnis des aktuellen Standes sieht es derzeit nicht so aus, als würden die Regelungen divergieren.

CRR-Banken haben einen Sanierungs- und Abwicklungsplan. Es gibt durchaus CCPs, die keine Banklizenz und somit noch keine solche Pläne haben. Die Regulierung zur Sanierung und Abwicklung von Banken passt nicht genau zu den Spezifika von CCPs. Die Spezifika sind nun in der mehrstufigen Regulierung berücksichtigt: Zunächst werden die Initial Margins herangezogen, dann der Ausfallfonds. Schließlich gibt es nun definierte Instrumente, die man anwendet, wenn der Ausfallfonds nicht ausreicht. Diese Bestimmungen sind sehr spezifisch auf CCPs zugeschnitten. Darüber wurde in der Branche mindestens seit sechs Jahren intensiv diskutiert.



Wir freuen uns, dass jetzt klargestellt wird, wie es am Ende funktioniert – nämlich unter Anwendung der Logik, dass die Verluste aus der Krise im System verbleiben. Es ist für alle wichtig, dies zu wissen.

Eine mögliche Diskrepanz zur EU-Regulierung könnte bei dem Thema einer Kompensation der Clearingmitglieder entstehen. Derzeit werden in der Branche vermehrt Diskussionen darüber geführt, ob Clearingmitglieder eine Kompensation erhalten sollten, wenn eine CCP unter ihrer Mit Hilfe durch die Abwicklungsbehörde gerettet wird. Es kann sein, dass die Marktteilnehmer auf eine Kompensation für ihre Rettungsbeiträge hoffen – bis hin zu einem Zugriff auf die potenziellen, zukünftigen Gewinne der geretteten CCP.

Dieses Thema sehen wir kritisch. Es gibt im Rahmen der europäischen Regulierungsbemühungen aber eine diesbezügliche Diskussion. Wir halten die Anreizwirkung einer möglichen Kompensationsregelung für problematisch. Wenn Marktteilnehmer wissen, dass es am Ende eine „Belohnung“ geben könnte, wäre dies möglicherweise ein Anreiz dafür, die Sanierungs- und Abwicklungsphase unangemessen zu verkürzen.

Im Endeffekt betrifft diese Frage wiederum das Thema, ob die Kosten der Krise im System verbleiben oder ob die Verluste aus der Krise weiterhin potenziell die öffentlichen Haushalte belasten, wenn die Abwicklungsbehörde die Clearingmitglieder kompensieren müsste.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der FDP. Herr Schäffler, bitte.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Ich habe Fragen an Herrn Dr. Horstmann vom Verband Deutscher Energiehändler – EFET Deutschland. Wie betrachten Sie das Vorgehen grundsätzlich, auf nationaler Ebene eine europäische Regulierung vorwegzunehmen? Würden Sie sagen, dass die deutsche Regelung Sie oder andere besser stellt als andere Marktteilnehmer in anderen Ländern?

Sehen Sie Anzeichen dafür, dass die Verhandlungen zu einer EU-Verordnung endgültig gescheitert sind?

Sehen Sie Verbesserungsbedarf am nationalen Gesetzentwurf?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. Horstmann, EFET Deutschland - Verband Deutscher Energiehändler, bitte.

Sv **Dr. Karl-Peter Horstmann** (EFET Deutschland - Verband Deutscher Energiehändler e. V.): Ich möchte ganz kurz unsere Betroffenheit erläutern. Energiehändler und die mit uns verbundene Realwirtschaft handeln an der European Energy Exchange (EEX) mit Warenderivaten und Emissionszertifikaten. Als solche sind wir Kunden der Clearingbanken, die an der EEX tätig sind.

Wie hier schon mehrmals erläutert wurde, ist die Regelung sicherlich vernünftig. Wir halten aber nach wie vor eine EU-weite Regelung für essentiell, weil eine Bankenkrise oder eine Krise einer CCP und einer oder mehreren Clearingbanken nicht an Staatsgrenzen halt macht. Das ist immer ein europäisches Thema. Daher würde ich das bereits Gesagte unterstützen – nämlich dass sich die Inhalte der deutschen Regulierung an den Entwurf auf EU-Ebene halten sollten und im Grundsatz kein Gold-Plating stattfinden sollte.

Wird die EU-Verordnung beschlossen, handelt es sich um unmittelbar geltendes Recht. Dann ist es selbstverständlich, dass das deutsche Recht entsprechend angepasst wird, um dem europäischen Recht zu entsprechen. Im europäischen Verfahren beginnt demnächst der Trilog, es wird eine Einigung erwartet. Unter der neuen Kommission sehe ich keine weitere Verzögerung dieser Einigung. Der europäischen Regelung steht somit nichts mehr im Wege - außer Detailfragen, die sicherlich im Laufe der nächsten Monate geklärt werden.

Ansonsten gibt es weitere Einzelregelungen in diesem Gesetz, die für uns wichtig sind. Eine Regelung betrifft die Klarstellung von redaktionellen Fehlern bei den Bestimmungen zur Nebentätigkeit in § 2 Kreditwesengesetz (KWG). Das ist sehr sinnvoll, weil die Fehler zu einer faktischen Benachteiligung der deutschen Marktteilnehmer gegenüber anderen europäischen Marktteilnehmern geführt haben.

Außerdem: Die Änderung des § 32 KWG stellt klar, dass das Eigengeschäft keine erlaubnispflichtige Tätigkeit ist und schafft eine Ausnahme für Institute, die aus Drittstaaten grenzüberschreitend an der EEX tätig sind und mit Warenderivaten oder Emissionszertifikaten handeln.



Wir würden es begrüßen, wenn die Ausnahme für diese Drittstaateninstitute nicht nur für das Eigen-geschäft an der EEX gelten würde, sondern auch im OTC (Over the Counter)-Handel. Das ist im vorlie-genden Gesetzentwurf noch nicht eindeutig gere-gelt.

Man müsste sich zusätzlich überlegen, ob die Unterscheidung zwischen Eigengeschäft und Eigen-handel nicht ein sehr deutsches Spezifikum ist und man nicht eventuell erwägen könnte, die Regelung auf den sogenannten Eigenhandel auszudehnen. Auch hier stellt sich die Frage nach der aufsichts-rechtlichen Notwendigkeit, wenn eine Drittstaaten-bank Eigenhandel an der EEX betreibt. Das sollte man noch einmal prüfen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion DIE LINKE. Herr Cezanne bitte.

Abg. **Jörg Cezanne** (DIE LINKE.): Ich würde meine Frage gerne an Herrn Dr. Theobald vom Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung der Hans-Böckler Stiftung richten.

Wie bewerten Sie diesen „gesetzgeberischen Alleingang“ der Bundesregierung vor dem Hinter-grund der europäischen Diskussion?

Sehen Sie besondere Gründe, warum eine Verständigung auf europäischer Ebene schwieriger ist?

Wie bewerten Sie den vorgeschlagenen Gesetzent-wurf und die darin enthaltenen Regulierungsinstru-mente im Hinblick auf die Risiken, die von den zentralen Gegenparteien ausgehen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. The-obald, Institut für Makroökonomie und Konjunk-turforschung der Hans-Böckler Stiftung, bitte.

Sv **Dr. Thomas Theobald** (IMK - Institut für Mak-roökonomie und Konjunkturforschung der Hans-Böckler Stiftung): Grundsätzlich glauben wir, dass der Entwurf sehr gut und die proaktive Tätigkeit der Bundesregierung begrüßenswert sind.

Ihr Bündel von Fragen lässt aber erahnen, was wir als wissenschaftliches Institut bei der CCP-Frage mit in den Blickwinkel einbeziehen können: Das ist die Landschaft, in der die CCPs operieren.

Als ich in der Finanzindustrie tätig war, gab es CCPs noch gar nicht. Das heißt, bei den großen Banken gab es eine OTC-Abwicklung im eigenen

Haus. Die CCPs sind dann mit guten Gründen regu-latorisch geschaffen worden, um die Kreditausfall-risiken mit einem gestaffelten System aufzufangen.

Wir glauben, das jetzt entstandene System, in dem es in gut der Hälfte der EU-Mitgliedstaaten sehr große CCPs gibt, birgt die Gefahr regulatorischer Arbitrage. Auch die Kollegen von SAFE (Sustainable Architecture for Finance in Europe), dem Leibnitz-Institut an der Goethe-Universität Frankfurt am Main, das sich intensiv mit Finan-zinfrastruktursystemen beschäftigt, haben zwei Papiere dazu verfasst.

Um konkret auf Ihre Frage einzugehen: Die Gefahr ungleicher Regulierungsaufsicht in den einzelnen Ländern kann angesichts des großen Volumens des betroffenen Geschäfts ganz implizit entstehen. Die größten Profitmöglichkeiten werden durch die Aus-nutzung von Skaleneffekten entstehen und mit dem Marktanteil wachsen. Um Regulierungsarbitrage zu vermeiden, ist es notwendig, dass die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) so ausgestattet ist, dass sie europaweit einheitliche Regeln durchsetzen kann. Deswegen ist es trotz der Initiative der Bundesregierung unbedingt notwen-dig, dass auch auf europäischer Ebene eine Rege-lung erfolgt.

Wir sehen Möglichkeiten, wie die grundsätzlich gut angelegten Instrumente noch nachgeschärft werden könnten. Dazu gibt es sicher noch Nachfragen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Haben Sie noch eine konkrete Nachfrage, Herr Cezanne?

Abg. **Jörg Cezanne** (DIE LINKE.): Könnten Sie etwas zu den vorgeschlagenen Instrumenten im Einzelnen sagen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. The-obald, Institut für Makroökonomie und Konjunk-turforschung der Hans-Böckler Stiftung, bitte.

Sv **Dr. Thomas Theobald** (IMK - Institut für Mak-roökonomie und Konjunkturforschung der Hans-Böckler Stiftung): Es geht in erster Linie um das Instrument der Minderung von Gewinnen nicht ausgefallener Clearingmitglieder. Im Gesetzentwurf ist eine Beschränkung der Heranziehung dieser Gewinne im Krisenfall enthalten, die schwer zu begründen ist. Sie begrenzt die Minderung auf das Doppelte des Beitrags eines Clearingmitglieds zum Ausfallfonds. Wie gesagt: Eine Begründung für diese Grenze können wir nicht erkennen.



Das ist ein Beispiel. Die Punkte, bei denen man noch nachjustieren könnte, habe ich versucht, in unserer Stellungnahme zu erläutern.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN. Frau Paus, bitte.

Abg. **Lisa Paus** (B90/GR): Meine Frage geht ebenfalls an Herrn Dr. Theobald. Sie haben völlig Recht, davon auszugehen, dass wir die Stellungnahme gelesen haben. Trotzdem gibt es hier die sinnvolle Möglichkeit, das Wesentliche noch einmal hervorzuheben. Sie haben auf die Gefahr regulatorischer Arbitrage hingewiesen und darauf, dass es 16 europäische CCPs gibt. Sie haben auch auf die Anreize hingewiesen, Größenvorteile zu erzielen.

Können Sie aus ökonomischer Sicht etwas dazu sagen, wie sich die größten CCPs entwickelt haben - wenn Sie dazu etwas wissen?

Außerdem konkret zum vorliegenden Gesetzentwurf: Könnten Sie noch einmal eine Einschätzung dazu geben, ob die hier vorgeschlagenen Änderungen ausreichend sind, um größere systemische Krisen so zu bewältigen, dass das System weiterhin gut funktioniert – vielleicht auch abhängig von den gehandelten Volumina?

Auch wenn es in Ihrer Stellungnahme enthalten ist, könnten Sie noch einmal sagen, welche konkreten Nachbesserungen am Gesetzentwurf Sie empfehlen?

Die Gefahr regulatorischer Arbitrage deutet auf die Notwendigkeit einer stärkeren Vereinheitlichung auf europäischer Ebene hin. Könnten Sie das noch einmal konkret darlegen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. Theobald, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung der Hans-Böckler Stiftung, bitte.

Sv **Dr. Thomas Theobald** (IMK - Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung der Hans-Böckler Stiftung): Zu Größenordnung und Anzahl der CCPs in Europa würde ich an die Sachverständigen von BaFin und Deutscher Bundesbank verweisen, die mit Sicherheit aktuellere Zahlen kennen, als ich.

EMIR (Verordnung (EU) Nr. 648/2012 vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister) wurde vor allem wegen

des Brexit im Mai 2019 durch die Verordnung (EU) Nr. 2019/834 (EMIR-REFIT) angepasst.

Beispielsweise ist das Unternehmen LCH.Clearnet in London eines der größten europäischen Clearinghäuser, das auch als Zentraler Kontrahent agiert. Nach der letzten Analyse, die mir präsent ist, wurden über dieses Unternehmen mehr als 60 Prozent der Zinsswaps in der EU gecleart. Daran sieht man, dass sehr große CCPs entstehen können, auch wenn nicht alle CCPs sehr groß sind.

Zu Ihrer zweiten Frage: In Bezug auf diese großen CCPs kann ich vor allem aus der Beurteilung systemischer Risiken in Bankennetzwerken etwas sagen. Auch wenn die Etablierung von zentralen Gegenparteien aus einer guten Absicht entstanden ist – in Bezug auf die Abwicklungsfähigkeit ist bei den CCPs eine ähnliche Problematik wie im Bankensektor entstanden. Die sehr großen Institute verursachen ein hohes systemisches Risiko. Dies wird bei der Betrachtung der entsprechenden Gläubiger-Schuldner-Netzwerke deutlich.

Ein systemisches Risiko bedeutet, dass der Ausfall eines solchen Marktteilnehmers – also ein idiosynkratischer Schock, der eine einzelne Einheit trifft – sich systemweit mit einem Dominoeffekt fortsetzt. Hält man sich die geringe Anzahl der CCPs vor Augen, die Sie genannt haben, ist klar, dass hier ein Risiko besteht.

Es ist immer schwer, das Risiko einer nächsten Krise ex ante zu antizipieren, das wurde bereits richtig gesagt. Aber wenn es dazu kommt, ist es sehr wahrscheinlich, dass die Abwicklung von großen, global systemrelevanten Banken, bei denen – auch durch den Deutschen Bundestag – sehr viele Sonderregelungen geschaffen wurden, ein zentrales Problem darstellen wird.

Es wäre von daher sinnvoll, an der einen oder anderen Stelle die Regulierung erneut zu justieren. Das könnte man dann als Feinschliff bezeichnen. Grosso modo ist der vorliegende Gesetzentwurf allerdings richtig.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der SPD. Herr Binding, bitte.

Abg. **Lothar Binding** (SPD): Ich denke, daran kann ich ganz gut anschließen. Ich möchte Herrn Dr. Kunde vom SRB folgendes fragen: Die Mitglieder von CCPs sind Banken. Die Idee von Sanierung und



Abwicklung kommt überhaupt nur in extremen Marktsituationen zum Tragen. Mich interessiert der Zeitablauf. Wann wird die Schieflage eines CCPs festgestellt? Wie kann man Vorsorge tragen, dass die Sanierungspläne auf die Situation der Banken, die Clearingmitglieder sind, Rücksicht nehmen? Denn diese Banken könnten in einer extremen Marktlage selber in Schwierigkeiten sein. Braucht man hier ein Frühwarnsystem, um zu vermeiden, dass sich die Katze selbst in den Schwanz beißt?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. Kunde, Single Resolution Board, bitte.

Sv **Dr. Axel Kunde** (Single Resolution Board): In der Tat hängt das ein bisschen von der zentralen Gegenpartei und den Produkten ab, für die das Clearing dort stattfindet.

Im Allgemeinen ist es so, dass die meisten der direkten Clearingmitglieder Kreditinstitute und andere Wertpapierfirmen sind. Die Mitgliederstruktur hat eine relativ schiefe Verteilung, sodass die größten Clearingmitglieder das Risiko in der CCP maßgeblich bestimmen, während die mittleren und die vielen kleinen Mitglieder durch ihren Ausfall die CCP kaum in eine existenzgefährdende Lage bringen können.

Daher stimme ich Ihnen zu, dass die Existenzgefährdung einer CCP – ausgelöst durch Ausfälle von Clearingmitgliedern – hauptsächlich dann vorstellbar ist, wenn mehrere der größten Clearingmitglieder ausfallen und es bereits sehr starke Marktverwerfungen gibt. Es ist in der Tat so, dass dieser Gesetzentwurf das Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen (SAG) für Kreditinstitute ergänzt. Alle Vorschriften, die für Banken gelten, gelten in Zukunft also auch für die CCPs. Banken sind dazu verpflichtet, Systeme von Frühwarnindikatoren zu entwickeln und entsprechende Handlungsmechanismen darauf aufzubauen. Ich gehe davon aus, dass das für CCPs genauso gelten würde.

Es gibt andere Situationen, in denen die CCP nicht in Schieflage gerät, weil große Clearingmitglieder selber in einer Schieflage sind. Wenn dieses Problem vorliegen würde, müsste man sagen, dass das Single Resolution Board eigentlich einen schlechten Job gemacht hat. Wenn unsere Abwicklungspläne funktionieren, sollte dieser Fall nicht eintreten können.

Die Probleme einer Abwicklung oder Sanierung von CCPs müssen im Zusammenhang mit der Stabilität des Bankensektors gesehen werden, und zwar nicht nur auf nationaler, sondern auf internationaler Ebene. Der Entwurf zur europäischen Verordnung reflektiert dies. Er sieht vor, wesentlich mehr Kompetenzen auf die sogenannten Abwicklungskollegien zu übertragen, wo gemeinsam über Abwicklungspläne und Sanierungsmöglichkeiten beraten wird. In den Abwicklungskollegien sind alle Akteure, nicht nur die CCPs, sondern auch Mitglieder, Kunden, verbundene Finanzmarktinfrastrukturen, Aufsichtsbehörden und die Zentralbanken vertreten.

Diese europäischen Regelungen wären nach ihrem Inkrafttreten auch in Deutschland unmittelbar anzuwenden. Möglicherweise reicht selbst die europäische Perspektive nicht vollständig aus. Es könnte durchaus sein, dass Drittstaaten mitbetroffen sein könnten und deswegen auch in die Konsultation einbezogen werden sollten.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU. Herr Dr. Brodesser, bitte.

Abg. **Dr. Carsten Brodesser** (CDU/CSU): Meine Frage richtet sich an die Deutsche Kreditwirtschaft und bezieht sich auf den vorliegenden Änderungsantrag zur geplanten Änderung des Versicherungsteuergesetzes (VersStG).

Geplant ist eine Aufnahme des wetterbedingten Elementarschadens Dürre in den steuerprivilegierten Katalog im VersStG. Inwieweit halten Sie die Aufnahme der Gefahr Dürre in den Katalog der wetterbedingten Elementargefahren nach §§ 5, 6 VersStG für erforderlich?

Inwieweit glauben Sie, dass die Attraktivität einer solchen Dürreversicherung durch die steuerliche Vergünstigung steigen könnte?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. Köhling, Deutsche Kreditwirtschaft bitte.

Sv **Dr. Lambert Köhling** (Deutsche Kreditwirtschaft): Das ist natürlich ein Spezialthema. Wir haben uns dazu mit der Versicherungswirtschaft ausgetauscht.

Ich glaube, es ist sachgerecht und nachvollziehbar, das im Änderungsantrag vorgesehene Instrument zu nutzen. Es gab früher schon ähnliche Ideen.



Wir haben den Hinweis von Betroffenen bekommen, zum Beispiel aus der Versicherungswirtschaft, dass die Umsetzung und Wirkung einer solchen Regelung eine gewisse Zeit beansprucht. Das ist bei allen ähnlichen Regelungen so.

Die im Änderungsantrag zum Versicherungsteuergesetz (VersStG) vorgesehene Regelung ist konsequent, sachgerecht, nachvollziehbar und sinnvoll.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU. Herr Hauer, bitte.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Meine Frage richtet sich an die Deutsche Börse. Sie plädieren in Ihrer Stellungnahme dafür, dass Handelsteilnehmer aus Drittstaaten über das Eigengeschäft hinaus auch für den Eigenhandel in Form des Market Making (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 lit. a KWG) von der Erlaubnispflicht ausgenommen werden. Ich würde Sie bitten, näher zu erläutern, warum das Ihr Petikum ist.

Sie sprechen sich auch dafür aus, dass im Wortlaut des § 32 Abs. 1a Satz 3 Nr. 4 KWG ausdrücklich klargestellt werden sollte, dass das als Mitglied einer Börse betriebene Eigengeschäft in allen Finanzinstrumenten erfasst ist. Bitte erläutern Sie das etwas ausführlicher. Wenn die Zeit dafür ausreicht, bitte ich auch die BaFin, das zu kommentieren.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Deutsche Börse AG, Herr Gallei, bitte.

Sv **Rainer Gallei** (Deutsche Börse AG): Aus unserer Sicht handelt es sich bei dem Vorschlag zu § 32 KWG um eine sehr sinnvolle und sachgerechte Maßnahme - insbesondere im Hinblick auf die Auswirkungen des Brexits, die zumindest für die nächsten elf Monate in ihrer schlimmsten Ausprägung abgewendet sind.

Wir stehen vor folgender Herausforderung: Vor dem Brexit stammten zum Beispiel 60 Prozent des Handelsvolumens der Eurex Clearing AG von Handelsteilnehmern mit Sitz im Vereinigten Königreich, die heute schon durch ihre Handelsaktivität erlaubnispflichtige Tätigkeiten betreiben. Diese britischen Handelsteilnehmer nutzenden Europäischen Pass, der mit dem Brexit bzw. zum Ende der Übergangsfrist wegfällt. Dann stellt sich die Frage, auf welcher rechtlichen Grundlage Handelsteilnehmer aus

London noch an Handelsplätzen der Deutschen Börse AG tätig sein können.

Die meisten dieser Handelsteilnehmer haben entsprechende Vorkehrungen getroffen, indem sie ihre Handels- oder Clearingaktivitäten auf Gruppenunternehmen innerhalb der 27 EU-Mitgliedstaaten verlegt haben. Oder sie haben zumindest Vorkehrungen getroffen, um das machen zu können.

Das betrifft aber nicht alle Handelsteilnehmer, vor allem nicht die kleineren Eigenhändler im Vereinigten Königreich. Für diese würde es sich nicht rechnen, eine neue Bank innerhalb der EU zu gründen. Die Brexit-Strategie sieht dann im Zweifel so aus, dass der Handel in der EU aufgegeben wird. Das könnte zu negativen Auswirkungen auf die Liquiditätssituation an unseren Handelsplätzen führen, deswegen finden wir den Vorschlag sehr sinnvoll, dass zumindest der Tatbestand des Eigengeschäfts keiner Erlaubnis bedarf. Das würde diesen kleinen Handelsteilnehmern konkret ermöglichen, weiterhin an unseren Handelsplätzen tätig zu bleiben.

Wie eingangs gesagt: Das Thema hat sich durch die Entwicklung des Brexits etwas entschärft, aber wir stehen in elf Monaten vielleicht erneut vor einer Situation, in der wir auf diese Regelung angewiesen sind. Insofern ist das ein sinnvoller Vorschlag.

Um kurz auf unser Petikum bzgl. des Market Makings einzugehen: Wir beziehen uns hierbei auf die Erwägungen in der Gesetzesbegründung zum Eigengeschäft. Auch Market Maker haben in ihrer Tätigkeit keinen Inlandsbezug. Sie üben eine Tätigkeit aus, die sich nicht an bestimmte Kunden richtet. Market Maker tragen in besonderem Maße zur Liquidität am Handelsplatz bei. Diesbezüglich schließe ich mich der Stellungnahme von Herrn Dr. Horstmann an.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der AfD. Herr Keuter, bitte.

Abg. **Stefan Keuter** (AfD): Unsere Frage geht an den Verband der Energiehändler. Wie wirken sich aus Ihrer Sicht die erhöhten Anforderungen auf Ihre Branche aus? Haben Sie Modellrechnungen oder Annahmen, in welchem Umfang sich die Maßnahmen auf die Energiekosten auf der Ebene des Endverbrauchers auswirken?



Wenn wir dann noch Zeit haben, hätte ich gerne eine Antwort der Deutschen Bundesbank auf die Frage: Wo steht Deutschland im Wettbewerb zu anderen Finanzplätzen, zum Beispiel Paris oder London? Welchen Einfluss haben die Maßnahmen auf die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands im Derivate-Handel?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. Horstmann, EFET- Verband Deutscher Energiehändler, bitte.

Sv **Dr. Karl-Peter Horstmann** (EFET Deutschland – Verband Deutscher Energiehändler e. V.): Ich glaube, die Lösung liegt auf der Hand. Wir sind immer nur indirekt betroffen, als Kunden der Clearingbanken, die durch dieses Gesetz verpflichtet werden. Nach §§ 152i ff. Sanierungs- und Abwicklungsgesetz gibt es nun neben dem Instrument der Vertragsbeendigung die Instrumente der Minderung zu zahlender Gewinne und des zusätzlichen Barmittelabrufs. Im Falle dieser Maßnahmen kann von den Clearingmitgliedern verlangt werden, zu zahlende Gewinne zu mindern bzw. der CCP zusätzliche Barmittel bereitzustellen.

Die Frage, die in diesem Zusammenhang schon aufgegriffen worden ist, lautet: Inwieweit betrifft uns als Kunden das indirekt? Sollte das auf uns umgelegt werden? Die klare Antwort ist: Nein. Es reicht, was bereits durch die European Market Infrastructure Regulation (EMIR) ermöglicht worden ist. Darüber hinaus sollte nichts auf die Kunden umgelegt werden.

Die mögliche Kompensation der Clearingmitglieder für Ihre Mittelbereitstellung im Abwicklungsfall eines anderen Mitglieds ist für mich eine öffentliche, keine privatrechtliche Aufgabe. Das ist nicht Aufgabe der Realwirtschaft. Wir sind als Realwirtschaft nicht für die Finanzstabilität verantwortlich und auch nicht dafür, für funktionierende CCPs zu sorgen. Wir sind nur Nutzer dieses Systems. Das heißt: Bezüglich der Kompensation der Clearingmitglieder stellt sich die Frage: Müssen diese selber Vorsorge treffen, oder schafft man dafür staatliche Instrumente?

Daher wäre meine Antwort: Wir hoffen und erwarten, dass es keine Auswirkungen über das hinaus gibt, was bereits in der EMIR geregelt ist. Die Regelungen der EMIR sind ausreichend. Bei uns in der Energiewirtschaft gab es im Jahr 2018 auf europäi-

scher Ebene den Ausfall eines größeren Handelsteilnehmers an der NASDAQ Clearing in Stockholm, der auch ein direktes Clearingmitglied war. Das ist durch die Presse gegangen. Die Instrumente, die die EMIR in diesem Zusammenhang vorgesehen und der CCP an die Hand gegeben hat, haben ausgereicht. Der Vorfall hat zugegebenermaßen zu einer gewissen Nachschusspflicht geführt. Das ist aber ausreichend. Wir bitten darum, keine weitere Belastung auf die Realwirtschaft bzw. auf die Energieversorgungsunternehmen umzulegen, weil das in der Tat zu einer Erhöhung der Energiepreise führen würde.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Deutsche Bundesbank, Herr Schrade, bitte.

Sv **Dirk Schrade** (Deutsche Bundesbank): Zur Frage des Wettbewerbes: Ich glaube, hier geht es vor allem um die Frage, was passiert, wenn die finanziellen Mittel einer CCP nicht ausreichen. Das ist eine Frage, die schon aus Eigeninteresse jede CCP beantworten sollte und die im Interesse des Marktes liegt. Insgesamt sehen wir die wettbewerblichen Aspekte der geplanten Regelung als nicht gravierend an. Es geht darum, einen Beitrag zur Finanzstabilität zu erbringen.

Im Übrigen ist zu betonen, dass zumindest nach meinem Kenntnisstand die Eurex Clearing AG auch heute schon entsprechende Sanierungspläne implementiert hat. Also zumindest in dieser Hinsicht ist die heute vorliegende Regelung nicht gänzlich neu. Zum zweiten stehen wir kurz vor der Verabschiedung einer europäischen Regelung, sodass unter Wettbewerbsgesichtspunkten keine großen Verzerrungen zu befürchten sind. Außerdem unterliegen nach meiner Kenntnis beispielsweise auch die britischen CCPs bereits heute einer entsprechenden Vorschrift, deren Instrumente zum Teil in den europäischen Diskussionsprozess eingegangen sind.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der SPD. Herr Hakverdi, bitte.

Abg. **Metin Hakverdi** (SPD): Ich will an die Frage von Herrn Binding anschließen. Wir haben zwei Dinge gelernt, als wir über Banken gesprochen haben. Zeitpunkt der Abwicklung und Größe der betroffenen Bank sind von großer Bedeutung für eine erfolgreiche Abwicklung.



Jetzt stelle ich mir die gleichen Fragen auch in Bezug auf CCPs. Wie läuft das ganz praktisch ab? Man kann nicht einfach die gleichen Regeln wie für die Banken verwenden, denn diese sind vorge-schaltet. Wenn ein Problem bei einer CCP auftritt, betrachten wir die Clearingmitglieder. Die wichtigsten sind Kreditinstitute. Wie stellen Sie sich den Zeitablauf eines „Rettungswochenendes“ für eine CCP ganz praktisch vor? Würde das überhaupt ausreichen? Wäre eine solche Situation nicht unter Zeitdruck noch komplexer als es bereits bei einem einzelnen Kreditinstitut ist?

Diese Fragen richten sich an Herrn Dr. Kunde und die BaFin.

Meine andere Frage bezieht sich auf die „too-big-to-fail“ Problematik. Wenn im Markt so wenige CCPs existieren, müssen wir dann antizipieren, dass der Dominosteineffekt bei den CCPs noch größer sein kann als der Dominosteineffekt bei den Banken? Ich weiß nicht, ob es einen fundamentalen Unterschied gibt, weswegen eine reine Übertragung der Sanierungs- und Abwicklungsregeln der Banken auf die CCPs nicht ausreichen würde. Ich bin mir in dieser Frage noch nicht ganz sicher, vielleicht können Sie mir weiterhelfen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Wir beginnen mit Herrn Dr. Kunde, Single Resolution Board, bitte.

Sv **Dr. Axel Kunde** (Single Resolution Board): Die Beschreibung der Handlungsabfolge überlasse ich dem Vertreter der BaFin. Zu Ihrer Frage der systemischen, wechselseitigen Abhängigkeiten habe ich folgende Grafik mitgebracht, die nicht nur ästhetisch ganz ansprechend ist, sondern das visuelle Ergebnis einer internationalen Arbeitsgruppe ist, die vom Financial Stability Board, dem Basler Ausschuss und der internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden eingesetzt wurde.³

Die 26 größten CCPs der Welt wurden befragt und gebeten, Informationen über ihre 25 größten Clearingmitglieder aufzulisten. Insgesamt waren es 306 Clearingmitglieder. Dabei hat sich herausgestellt, dass die zwei größten CCPs 40 Prozent der finanziellen Ressourcen in diesem globalen System abdecken und die zehn größten 90 Prozent. Außerdem

hat sich herausgestellt, dass die zehn größten Clearingmitglieder im globalen Netzwerk im Durchschnitt zwischen 16 und 25 CCP-Mitgliedschaften haben und dass diese großen Clearingmitglieder, die alle global systemrelevante Banken sind, wichtige Services für die zentralen Gegenparteien wie Kreditlinien, Liquiditätslinien und Investmentser-vices bereitstellen.

Das heißt, das Bild, was Sie gesehen haben, zeigt auf der einen Seite den Kern dieses Netzwerks aus den großen systemrelevanten Clearinghäusern und Clearingmitgliedern und die Peripherie der CCPs und der Clearingmitglieder, die zu diesem Zentrum weniger verbunden sind. Die Frage, was passiert, wenn Abwicklungsmaßnahmen auf eine CCP angewendet werden, hängt, je nach Szenario, auch davon ab, ob es sich um eine CCP handelt, die mehr in der Peripherie ist und die Ansteckungsgefahr damit geringer, oder ob sie im Zentrum ist.

Was ich sagen will: Das Verhältnis zwischen den systemrelevanten Banken und den CCPs ist nicht das typische Henne-Ei-Problem, sondern man kann das Problem nur gemeinsam lösen. Eine CCP sollte nicht in existenzbedrohende Schieflagen kommen, wenn nicht der Bankensektor schon in enormen Schwierigkeiten ist.

In der europäischen Regelung wird mit den Abwicklungsgremien und der Berücksichtigung der Beziehung zu Drittstaaten genau auf dieses Gesamtsystem abgestellt. Dann entsteht das volle Bild über die Konsequenzen von möglichen Abwicklungsmaßnahmen bei CCPs im gesamten Finanzsystem.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU. Herr Hauer, bitte.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Meine erste Frage richtet sich an die Deutsche Bundesbank. Ich interessiere mich für Ihre Einschätzung der Regelungssystematik. Sie haben in Ihrer Stellungnahme darauf Bezug genommen, was mit dem europäischen Verordnungsentwurf passiert und wie die Auswirkungen auf die CCPs, die Clearingmitglieder und die Kunden sind. Sie haben die Restriktionen beschrieben. Mich interessiert Ihre Einschätzung, wie die Regelungen im Gesetzentwurf für diejeni-

³ BIS, FSB, IOSCO (CPMI Papers No 181/9.8.2018): Analysis of Central Clearing Interdependencies. Abrufbar unter:

<https://www.bis.org/cpmi/publ/d181.htm> (Stand: 27.1.2020) Anlage 3. Hier: Seiten 11 und 12.



gen Institute gewählt wurden, die CRR-Kreditinstitut sind, im Vergleich zu denjenigen, die keine entsprechende CRR-Kreditinstitutslizenz haben.

Es würde mich außerdem interessieren, ob aus Ihrer Sicht noch etwas in dem Gesetzentwurf fehlt, was wir regeln könnten, um die Kosten beim Ausfall einer CCP für den Steuerzahler zu minimieren bzw. um die Finanzstabilität in Bezug auf CCPs zu verbessern. Diese Frage würde ich gleichermaßen an die Deutsche Börse AG stellen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Wir beginnen mit der Deutschen Bundesbank. Herr Schrade, bitte.

Sv **Dirk Schrade** (Deutsche Bundesbank): Im Hinblick auf die Restriktionen darf ich noch einmal festhalten, dass es in Deutschland zwei große CCPs gibt. Die Eurex Clearing AG ist Kreditinstitut, die andere CCP, die European Commodity Clearing AG (ECC), ist kein Kreditinstitut. Dort sind derzeit keine entsprechenden Sanierungs- und Abwicklungsregeln vorgeschrieben. Insoweit ist es aus unserer Sicht sinnvoll, beide in einem solchen Regime zu verpflichten - sowohl die Eurex Clearing AG als auch die European Commodity Clearing AG (ECC).

Es ist klar, dass der deutsche Gesetzgeber die EU-weit verpflichtenden Regeln nur ergänzen, aber nicht ändern kann, beispielsweise was die Auslösung von Abwicklungsmaßnahmen angeht. Daher ist zwingend an der Regelung des SAGs festzuhalten. Diese Bestimmungen können nicht national geändert werden. Das wird möglicherweise mit der europäischen Regelung für CCPs anders.

Nach dem derzeitigen Stand wird die endgültige Regelung auf EU-Ebene in gewissem Maße abweichen. Insoweit wird es Änderungsbedarf geben. Gleichwohl gehen wir davon aus, dass dieser sich in Grenzen halten wird. Wenn das neue Regime auf europäischer Ebene umgesetzt werden muss, entstehen Kosten. Diese werden jetzt zum Teil vorgezogen. Vor diesem Hintergrund sehen wir im Ansatz der Bundesregierung grundsätzlich keine Probleme.

Im Hinblick auf die Frage, welche Instrumente noch vorstellbar sind, folgt der Entwurf unserer Einschätzung nach sehr stark dem aktuellen Stand der europäischen Diskussion. Es ist über Jahre diskutiert worden, welche Möglichkeiten auf welche

Weise vorgesehen werden sollen. Wir glauben, dass das, was auf der europäischen Ebene aktuell diskutiert wird, zielgerichtet ist. Vor dem Hintergrund sehen wir für das Sanierungs- und Abwicklungsregime eigentlich keinen weiteren Bedarf für grundsätzlich neue Instrumente. Auf andere Ergänzungen, vielleicht bei den Investmentfonds, könnten wir noch einmal später zurückkommen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Herr Dr. Senko, Deutsche Börse AG, bitte.

Sv **Dr. Dmitrij Senko** (Deutsche Börse AG): Zu der Frage, ob Instrumente fehlen, ist es wichtig, sich das Ziel der Gesetzgebung zu vergegenwärtigen: Das Ziel ist, öffentliche Gelder vor den Kosten einer Krise zu schützen. Wir sind der Meinung, dass der vorliegende Gesetzentwurf diesen Zweck erfüllt. Das ist der ultimative Zweck der Gesetzgebung rund um CCPs seit 2009. Damit wird Transparenz geschaffen. Wir hätten diese Transparenz auch 2008 gebraucht. Damals stellte sich die Frage, welche Prozesse und Verantwortlichkeiten dem Ausfall einer Bank folgen würden. Jetzt besteht diesbezüglich Klarheit.

Die Klarheit, was bei CCPs am Ende des so genannten „Wasserfalls“ der Mittelaufbringung im Falle einer Insolvenz geschieht, wir nun mit der vorliegenden Regel geschaffen: Die Verluste müssen vom System aufgefangen werden. Das hilft allen Marktteilnehmern, das Risikoverhalten so auszugestalten, dass dieser Fall nicht eintritt. Die vorliegende Gesetzgebung mit der Sanierungs- und Abwicklungsplanung ist das letzte Puzzlestück. Wir haben mit den Gesetzgebern darauf hingearbeitet, und jetzt ist das weitestgehend abgeschlossen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der FDP. Herr Schäffler, bitte.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Der Vertreter vom Single Resolution Board hat ausgeführt, dass nun eine Art Frühwarnsystem entstehen werde. Mich würde die Meinung der BaFin interessieren, ob sie das ähnlich sieht.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Dann beginnen wir mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Herr Dr. Möller, bitte.



Sv **Dr. Andreas Möller** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): In der Tat haben wir beim vorliegenden Gesetzentwurf ein Ineinandergreifen von Sanierungs- und Abwicklungsplanung. Um bei der Sanierung zu bleiben: Es wird nicht nur die abstrakte Planung für einen möglichen Krisenfall erforderlich. Sondern im Sanierungs- und Abwicklungsgesetz sind in Kombination mit dem Kreditwesengesetz aufsichtsrechtliche Regelungen vorgesehen, die greifen, wenn es Anzeichen für eine Krise gibt.

Weitere Instrumente sind vorgesehen, wenn der Krisenfall eintritt und eine Sanierung erforderlich macht. Von aufsichtsrechtlicher Seite gibt es also eine Reihe von Möglichkeiten, möglichst frühzeitig einzuschreiten, gerade wenn es im Bereich „Eigenmittel und Liquidität“ zu Ausfällen kommt oder die jeweils aufsichtsrechtlichen Vorgaben nicht mehr eingehalten werden können.

Dieser Prozess ist nicht unabhängig von einer möglicherweise erforderlichen Abwicklung. Das heißt, die Abwicklungsplanung ist im Bilde, was in der Sanierungsplanung vorgesehen ist. Auch die Abwicklung muss sich also damit beschäftigen, ob der Sanierungsplan unter Umständen Vorgaben enthält, die eine mögliche Abwicklung erschweren. Insofern ist aus meiner Sicht regulatorisch alles darauf angelegt, ein Ineinandergreifen der Regelung mit der Aufsichtspraxis sicherzustellen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Herr Schäffler?

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Ich habe noch eine Frage an Herrn Schrade von der Deutschen Bundesbank. Wir haben gerade eine Grafik mit den Verflechtungen bekommen. Wenn eine der großen CCPs in Schieflage gerät, halten Sie es für möglich, diese isoliert abzuwickeln?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Schrade, Deutsche Bundesbank, bitte.

Sv **Dirk Schrade** (Deutsche Bundesbank): In der Tat bestehen sehr starke Abhängigkeiten. Diese gäbe es aber sicherlich mit oder ohne CCPs. Wie gerade ausgeführt, ist ein Vorteil von CCPs, dass sie die offenen Positionen (Exposures) zwischen den Marktteilnehmern transparent machen. Außerdem haben sie eine zentrale Infrastruktur, die die entsprechenden Exposures besichert, und verfügen über ein wirksames Risikomanagement, um mit

schwierigen Situationen umzugehen. Ich möchte noch einmal betonen, dass nach dem bisherigen Regelwerk schon jetzt der Ausfall von zwei großen Teilnehmern unter extremen, aber plausiblen Marktumständen durch das Risikomanagement der CCP abgedeckt ist.

Die hier diskutierten Maßnahmen gehen noch darüber hinaus. Sie würden möglicherweise durch sehr starke Marktverwerfungen notwendig – aufgrund von geopolitischen Ereignissen oder ähnlichem. Grundsätzlich besteht das Problem, dass die Marktteilnehmer mit den Ereignissen umgehen müssen. Durch die vorliegende Regelung wird die Resilienz gegenüber solchen Entwicklungen gestärkt.

Letztlich muss es darum gehen – das ist der Hauptbestandteil der Regelung – dass die CCP ein sogenanntes ausgeglichenes Buch, also ausgeglichene Positionen, herstellt und wie sie mit den Verlusten umgeht, die möglicherweise daraus resultieren. Die Regeln sollen dazu dienen, dass man mit diesen Anforderungen erfolgreich umgehen kann.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion DIE LINKE. Herr Cezanne, bitte.

Abg. **Jörg Cezanne** (DIE LINKE.): Ich möchte zwei Fragen an die Deutsche Bundesbank und die BaFin richten. Auch mir geht es um die Frage nach möglichen, präventiven Handlungs- und Eingriffsmöglichkeiten vor dem Hintergrund, dass die Zentralen Gegenparteien Gefahr laufen könnten, die nächsten zu sein, die zu groß sind, um sie insolvent gehen zu lassen. Sehen Sie die Notwendigkeit weiterer präventiver Eingriffsmöglichkeiten?

Damit zusammenhängend die nächste Frage: Herr Dr. Theobald hat in seinem Gutachten darauf hingewiesen, dass nach seiner Ansicht eine Befähigung der nationalen Aufsichtsbehörden notwendig ist, Einfluss auf eine dynamische Anpassung des Ausfallfonds und der Eigenmittel zu nehmen, falls Ihnen Kenntnisse zukommen, dass es Schwierigkeiten geben könnte. Würden Sie das für eine sinnvolle Lösung halten?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Wir beginnen mit der Deutschen Bundesbank. Herr Schrade, bitte.



Sv **Dirk Schrade** (Deutsche Bundesbank): Insgesamt ist festzuhalten, dass seit 2009 bereits weitreichende regulatorische Entwicklungen stattgefunden haben. Auf Grundlage insbesondere der EMIR-Verordnung sollten CCPs widerstandsfähiger werden. Dieses Regime hat sich in den letzten Jahren aus unserer Sicht durchaus bewährt, beispielsweise in dem erwähnten Fall bei NASDAQ-Clearing in Stockholm, bei dem das Regelwerk durchaus gegriffen hat.

Im Übrigen möchte ich noch einmal betonen, dass die CCPs der Aufsicht durch die Zentralbanken unterliegen. Insoweit agieren sie in einem engen regulatorischen Korsett. Beispielsweise müssen gewisse Stresstests durchgeführt werden, in denen auch die Fähigkeit überprüft wird, inwieweit CCPs auf extreme Marktbedingungen vorbereitet sind.

Natürlich sehen auch wir die beaufsichtigte Sanierungs- und Abwicklungsplanung als notwendige Ergänzung des bisherigen Regimes. Allerdings ist die Sanierung zunächst Teil des Risikomanagements der CCPs. Die neuen Bestimmungen sollen dabei Eingriffsbefugnisse ermöglichen. Zum Beispiel kann gefordert werden, einen überarbeiteten Sanierungsplan vorzulegen oder sogar, dass die CCP ihre Clearingbedingungen so ändert, dass eine Sanierungsfähigkeit hergestellt wird. Auch bei den Abwicklungsplänen gibt es konkrete Eingriffsbefugnisse für Abwicklungsbehörden. Damit wird aus unserer Sicht ein Werkzeugkasten geschaffen, der durchaus geeignet und in der Lage ist, solchen Risikoszenarien Rechnung zu tragen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht Herr Dr. Möller, bitte.

Sv **Dr. Andreas Möller** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Ich kann nur an die Äußerungen von Herrn Schrade anknüpfen. Auch aus meiner Sicht ist durch die Weiterentwicklung der Regulierung bzgl. der CCPs bereits sehr viel getan worden, um ein frühzeitiges Eingreifen zu ermöglichen und um mit Hilfe der Sanierungsplanung frühzeitig umzusteuern, wenn Risiken bestehen – etwa durch das gewählte Geschäftsmodell oder bestimmte Organisationsstrukturen. Die Abwicklungsplanung verfügt ebenfalls über derartige Instrumente.

Ob im Zuge praktischer Erfahrung an der einen oder anderen Stelle noch einmal nachjustiert werden muss, ist sicherlich eine andere Frage. Aus heutiger Sicht würde ich nicht sagen, dass etwas fehlt.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU. Frau Tillmann, bitte.

Abg. **Antje Tillmann** (CDU/CSU): Es gibt nicht viele Gesetze, die so einvernehmlich gut geheißen werden – schon gar nicht beim Thema Regulierung von den Betroffenen selbst. Deshalb würde ich abschließend der BaFin und der Deutschen Kreditwirtschaft die Gelegenheit geben, uns noch etwas mit auf den Weg zu geben. Fehlt noch etwas, oder ist es tatsächlich so, dass wir dieses Gesetz weitgehend eins zu eins so im Deutschen Bundestag verabschieden können?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Dann beginnen wir mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Herr Dr. Möller, bitte.

Sv **Dr. Andreas Möller** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Gestatten Sie mir eine grundsätzliche Anmerkung. Ich fand die Frage der Fraktion der SPD sehr wichtig, ob das System der Bankenregulierung im Bereich Sanierung und Abwicklung und das System zur Sanierung und Abwicklung von CCPs ineinandergreifen.

Ich denke, entscheidend bei einem solchen Reglement ist, welchen Risiken Rechnung getragen werden soll. Aus meiner Sicht ist sehr wichtig, dass das Geschäftsmodell einer CCP ein Anderes ist als das einer Bank. Daraus resultieren andere Risiken. Insofern ist es sehr wichtig, an die bei der CCP entstehenden Risiken regulatorisch anzuknüpfen. Daher finde ich das Bild sehr eingängig, dass die CCP ein Transmissionskanal von Geschäften und Risiken anderer ist. Die CCP managt fremden Risiken. Für dieses Management müssen entsprechende Regelungen vorhanden sein. Die international und nun national vorliegende Mischung aus einem vorfinanzierten Pool, insbesondere dem Ausfallfonds und der Marginanforderung, und der Möglichkeit, in einem Krisenfall Geld nachholen zu können, stellt ein System dar, dass dem besonderen Geschäftsmodell der CCPs Rechnung trägt.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Herr Dr. Köhling, Deutsche Kreditwirtschaft, bitte.



Sv **Dr. Lambert Köhling** (Deutsche Kreditwirtschaft): Wir haben dem nichts hinzuzufügen. Das Ineinandergreifen ist in der Tat hochkompliziert. Das Clearing betrifft einen ausgeschnittenen Teil des Geschäftsrisikos von Kreditinstituten. Wir reden über ein sehr spezifisches Geschäft mit voller Besicherung, was in dieser Form nur in diesem Bereich existiert und eigene Mittel erfordert. Sämtliche Aufsichtsbehörden haben diese Besonderheit und die Notwendigkeit der Interaktion zwischen den Beteiligten ohne Zweifel erkannt. Das war auch in allen regulatorischen Diskussionen erkennbar.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN. Frau Paus, bitte.

Abg. **Lisa Paus** (B90/GR): Ich möchte das Thema der Risiken bzw. Ausfallrisiken noch einmal ansprechen. Meine Frage richtet sich an das Single Resolution Board. Die International Swaps and Derivatives Association (ISDA) schlägt in ihren best practices vor, dass der Ausfallfonds mindestens den Ausfall der zwei größten Clearingmitglieder abdecken soll. Bisher ist der Ausfall des größten Clearingmitglieds oder der zwei darauffolgenden abgedeckt. ISDA sagt, der Fonds sollte eigentlich größer sein.

Einen entsprechenden Fall hat es im September 2018 durch einen norwegischen Stromhändler mit einem Ausfall von zwei Dritteln der Mittel des Ausfallfonds der NASDAQ OMX Clearing AB in Schweden gegeben. Wir reden also nicht über rein theoretische Möglichkeiten. Deswegen möchte ich wissen, ob Sie der Meinung sind, dass über die Größe des Ausfallfonds noch einmal gesprochen werden sollte. Gerade habe ich Sie so verstanden, als würden Sie wenig Probleme sehen, wenn die Bankenabwicklung vernünftig funktioniert.

Die BaFin hat auf die Frage von Abg. Metin Hakverdi (SPD) noch nicht richtig erläutert, wie die konkrete Abwicklung tatsächlich aussieht. Sie haben nur gesagt, dass die Risiken sich vom Bankensektor unterscheiden. Ich habe noch immer keine Vorstellung, wie eine konkrete Abwicklung aussehen sollte. In diesem Zusammenhang wüsste ich gerne, wie die BaFin die Verschiebungen durch den Brexit einschätzt. Wo werden sich CCPs eventuell neu ansiedeln? Wie werden sich die Märkte innerhalb der EU entwickeln?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Wir beginnen mit dem Single Resolution Board. Herr Dr. Kunde, bitte.

Sv **Dr. Axel Kunde** (Single Resolution Board): Es ist richtig, dass der internationale Standard vorschreibt, dass systemrelevante CCPs mindestens den Ausfall der zwei größten Clearingmitglieder unter extremen, aber plausiblen Marktbedingungen abfedern müssen. EMIR setzt dies um. Wenn die Eigenmittel der CCPs und die Beiträge der Clearingmitglieder zu dem vorfinanzierten Ausfallfonds zusammengerechnet werden, kommt man auf die zwei größten Mitglieder. Wird das konservativ umgesetzt, mit den Stressszenarien, die zur Bemessung dieses Ausfallfonds tatsächlich extrem, aber nicht unplausibel sind, sollte das ausreichen. Es gibt aber keine Garantie, dass es immer ausreichen wird. Deswegen haben CCPs in der Regel das Recht, Nachschussforderungen von den Clearingmitgliedern zu verlangen, um den Ausfallfonds wieder aufzufüllen.

Das heißt, der vorfinanzierte Ausfallfonds ist nicht das Ende des Wasserfalls, es geht danach weiter. Die Frage ist, wo die Grenze zwischen dem normalen Risikomanagement und der Sanierungssituation liegt, in der die Nachforderung zusätzlicher Mittel von den überlebenden Clearingmitgliedern wahrscheinlich nicht zum Ziel führt und dementsprechend andere Maßnahmen ergriffen werden sollten. Die nun vorgesehenen Abwicklungsmaßnahmen sind insofern effektiv, dass sie die CCP wieder in die Situation mit einem ausgeglichenen Buch bringen. Die Frage ist nur, welche Auswirkung das auf die Clearingmitglieder hat.

Deswegen mein Hinweis, dass im Rahmen der europäischen Verordnung dem internationalen Aspekt Rechnung getragen wird, indem die zuständigen Behörden der europäischen wie auch der Clearingmitglieder aus Drittstaaten informiert und in die Entscheidungsfindung eingebunden werden.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die BaFin wurde ebenfalls angesprochen. Herr Dr. Möller, bitte.

Sv **Dr. Andreas Möller** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Das ist ein wichtiges Thema. Das „Abwicklungswochenende“ ist Gegenstand der Diskussion. Anknüpfend an die Äußerungen von Herrn Kunde: Die Praxis soll so aussehen, dass die Maßnahmen im Bereich von



Sanierung, Vorfeld-Warnhinweisen und dem Eintreten der Abwicklung ineinandergreifen. Ich gehe daher davon aus, dass eine Abwicklungsnotwendigkeit nicht freitags vom Himmel fällt und bis Sonntagabend geklärt werden muss.

Für bestimmte Maßnahmen bleibt aber in der Tat sehr wenig Zeit. Eine Konsequenz daraus ist, dass bei der Bankenabwicklung die Abwicklungsbehörde ein Moratorium für maximal 48 Stunden beschließen kann, um sich Klarheit über die Situation und über Fragen im Zusammenhang mit den Abwicklungsinstrumenten zu verschaffen.

Speziell bei CCPs sollte der Schwerpunkt meiner Ansicht nach im Bereich recovery liegen. Das heißt die Instrumente sollten möglichst zu einer gelungenen Sanierung führen. Natürlich wird man als Abwicklungsbehörde immer im Auge behalten, ob man eingreifen muss, und man sollte das rechtzeitig tun. Aus meiner Sicht sollte das nicht erst dann sein, wenn alle Möglichkeiten der Sanierung erschöpft sind und die Chancen für eine erfolgreiche Abwicklung schon getrübt sind.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die letzte Frage in dieser Anhörung kommt von der Fraktion der SPD. Herr Hakverdi, bitte.

Abg. **Metin Hakverdi** (SPD): Ich habe noch einmal zwei Fragen an die Deutsche Bundesbank und an die BaFin zu dem eben besprochenen Komplex.

Eigentlich möchte ich die Frage stellen, ob Sie mir Brief und Siegel geben können, dass wir für CCPs niemals öffentliches Geld brauchen werden, um den Finanzmarkt zu stabilisieren? Niemals - und Sie haften persönlich dafür, wenn Sie falsch liegen. Das traue ich mich nicht zu fragen, deswegen modifiziere ich die Frage: Können Sie mir garantieren, dass wir kein öffentliches Geld investieren müssen und das Risiko durch die Funktion der CCPs nicht zusätzlich zu den systemischen Risiken bei den Banken sogar erhöht wird?

Die Frage darf ich so, glaube ich, stellen. Haben wir jetzt das nötige Instrumentarium dafür? §§ 152i ff. SAG mit der Abwicklungsplanung etc. wurden angesprochen. Können Sie mir sagen, dass wir dadurch das Loch, das es ohnehin schon gibt, nicht größer machen? Das will ich zum einen hören.

Die zweite Frage betrifft Investmentfonds und deren bessere Liquiditätssteuerung. Halten Sie die im verteilten Entwurf eines Änderungsantrages der

Koalitionsfraktionen vorgeschlagenen Instrumente für erforderlich und geeignet, um in Krisenfällen eine bessere Liquiditätssteuerung von Investmentfonds zu gewährleisten?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Wir beginnen mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Herr Dr. Möller, bitte.

Sv **Dr. Andreas Möller** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)): Die berühmte Garantie kann ich Ihnen in der Tat nicht geben und werde den Teufel tun, etwas in diese Richtung zu äußern. Aber vielleicht noch ein paar Worte zu den Risiken: Aus meiner Sicht haben CCPs, gerade was die Risiken anbelangt, sehr wichtige Funktionen. Denn was passiert? Durch die Zurverfügungstellung einer Abwicklung für eine Vielzahl von Geschäften, die ansonsten im OTC-Bereich bilateral abgeschlossen würden, werden Risiken reduziert und transparent gemacht. Das heißt, es wird eine Plattform dafür geschaffen, dass ein multilaterales Ausgleichen (Netting) stattfinden kann. Durch eine CCP wird Transparenz geschaffen. Im Default-Fall sind bei der CCP dazu Vorkehrungen getroffen, um den Ausfall eines Clearingmitglieds zu managen. CCPs leisten einem Beitrag zur Risikoreduzierung.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Herr Schrade, Deutsche Bundesbank, bitte.

Sv **Dirk Schrade** (Deutsche Bundesbank): Ich darf auch noch einmal betonen, dass die Clearingpflicht gerade deshalb eingeführt wurde, weil man davon ausgeht, dass die Abwicklung über CCPs günstiger, transparenter, effizienter und sicherer ist. Das bedingt natürlich, dass wir ein entsprechendes Regelwerk schaffen und das Risikomanagement der CCPs so ausgestaltet ist, dass es auch im Krisenfall funktionieren kann.

Ich möchte noch kurz zur Frage der Investmentfonds Stellung nehmen. Wir begrüßen die Möglichkeit, die in dem Entwurf eines Änderungsantrags der Koalitionsfraktionen vorgesehen ist, dass zusätzliche Liquiditätsmanagementtools für Fonds eingeführt werden sollen. Das entspricht den best practices und auch den internationalen Empfehlungen des Financial Stability Board (FSB) und des European Systemic Risk Board (ESRB).

Gleichwohl hätten wir noch drei kleine Anregungen: Zum einen könnte aus unserer Sicht der Instrumentenkasten noch umfangreicher sein, zum



Beispiel durch die Einführung von sogenannten Side Pockets und der Kodifizierung der BaFin-Verwaltungspraxis der sogenannten Sachauskehrung.

Zum Zweiten sehen wir natürlich, dass der Einsatz dieser Instrumente primär in der Verantwortung der Kapitalverwaltungsgesellschaften liegt. Gleichwohl könnte man aber prüfen, ob die Ausgestaltung und die Bedingungen für die Aktivierung der Instrumente vielleicht doch die eine oder andere regulatorische Leitplanke benötigen.

Zum dritten könnte auch erwogen werden, der BaFin in außerordentlichen Umständen die Kompetenz einzuräumen, den Einsatz dieser Instrumente anzuordnen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Ich danke Ihnen für Ihre Expertise. Wir sind am Ende der Anhörung angekommen. Vielen Dank für die Beratungen und einen guten Heimweg. Wir werden die Informationen mit in die weitere Beratung im Finanzausschuss nehmen.

Den Kolleginnen und Kollegen ebenfalls vielen Dank für die sehr stringente Beratung, die wir heute im Laufe des Tages hatten. Wir sehen uns in den nächsten Stunden oder morgen im Plenum.

Schluss der Sitzung: 15:27 Uhr

Bettina Stark-Watzinger, MdB
Vorsitzende



- Anlagenverzeichnis -

- Anlage 1:** Entwurf eines Änderungsantrags der Koalitionsfraktionen zur Änderung des Kapitalanlagegesetzbuchs
- Anlage 2:** Entwurf eines zweiten Änderungsantrages der Koalitionsfraktionen zur Änderung des Versicherungsteuergesetzes
- Anlage 3:** BIS, FSB, IOSCO (CPMI Papers No 181/9.8.2018): Analysis of Central Clearing Interdependencies. Abrufbar unter: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d181.htm> (Stand: 27.01.2020)
- Anlage 4:** Stellungnahme der Deutschen Börse AG
- Anlage 5:** Stellungnahme der Deutschen Bundesbank
- Anlage 6:** Stellungnahme von Dr. Thomas Theobald, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung der Hans-Böckler Stiftung

Umdruck Nr. 1

Entwurf Änderungsantrag **der Fraktionen CDU/CSU und SPD zu dem**

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

- Bundestags-Drucksache 19/15665 -

Stichwort: Änderung des Kapitalanlagegesetzbuchs zur Stärkung des Fondsstandorts Deutschland

Zu Artikel 5 Änderung des Kapitalanlagegesetzbuchs

I. Änderung

Artikel 5 wird wie folgt gefasst:

„Artikel 5

Änderung des Kapitalanlagegesetzbuchs

Das Kapitalanlagegesetzbuch vom 4. Juli 2013 (BGBl. I S. 1981), das zuletzt durch Artikel 96 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

1. Im Inhaltsverzeichnis wird der Angabe zu § 47 das Wort „; **Verordnungsermächtigung**“ angefügt.
2. In § 1 Absatz 19 wird nach Nummer 34 folgende Nummer 34a eingefügt:

„34a. Swing Pricing ist eine Methode zur Berücksichtigung der durch den Überschuss an Rückgabe- oder Ausgabeverlangen von Anteilen oder Aktien verursachten Transaktionskosten bei der Berechnung des Nettoinventarwertes. Bei der Berechnung des Nettoinventarwertes werden die durch den Netto-Überschuss an Rückgabe- oder Ausgabeverlangen von Anteilen oder Aktien verursachten Transaktionskosten mit einbe-

zogen (modifizierter Nettoinventarwert). Swing Pricing kann als dauerhafte Maßnahme vorgesehen werden, die bei jeder Ausgabe und Rücknahme von Anteilen oder Aktien zur Anwendung kommt (vollständiges Swing Pricing), oder als Maßnahme, die erst bei Überschreiten eines zuvor festgelegten Schwellenwertes des Netto-Überschusses greift (teilweises Swing Pricing).“

3. § 38 wird wie folgt geändert:

- a) In Absatz 3 Satz 2 wird die Angabe „Artikel 9“ durch die Wörter „Artikel 4a und 9“ ersetzt und werden die Wörter „die Verordnung (EU) 2015/2365“ durch die Wörter „die Verordnung (EU) 2019/834 (ABl. L 141 vom 28.5.2019, S. 42)“ ersetzt.
- b) In Absatz 5 Satz 1 werden nach den Wörtern „des Prüfungsberichts“ die Wörter „sowie zur Art und Weise seiner Einreichung bei der Bundesanstalt“ eingefügt.

4. § 47 wird wie folgt geändert:

- a) Der Überschrift wird das Wort „; Verordnungsermächtigung“ angefügt.
- b) Folgender Absatz 4 wird angefügt:

„(4) Das Bundesministerium der Finanzen wird ermächtigt, im Einvernehmen mit dem Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen über weitere Inhalte, Umfang und Darstellung des Prüfungsberichts des Abschlussprüfers sowie zur Art und Weise der Einreichung des Prüfungsberichts bei der Bundesanstalt zu erlassen, soweit dies zur Erfüllung der Aufgaben der Bundesanstalt erforderlich ist. Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt übertragen.“

5. In § 48a Absatz 2 Satz 1 werden nach den Wörtern „des Abschlussprüfers“ die Wörter „sowie zur Art und Weise der Einreichung des Prüfungsberichts bei der Bundesanstalt“ eingefügt.

6. § 71 wird wie folgt geändert:

- a) Dem Absatz 2 wird folgender Satz angefügt:

„Bei Anwendung des Swing Pricing ist dem Ausgabepreis statt des Nettoinventarwertes der modifizierte Nettoinventarwert zugrunde zu legen.“

- b) Dem Absatz 3 wird folgender Satz angefügt:

„Bei Anwendung des Swing Pricing ist dem Rücknahmepreis statt des Nettoinventarwertes der modifizierte Nettoinventarwert zugrunde zu legen.“

7. Nach § 98 Absatz 1 werden folgende Absätze 1a und 1b eingefügt:

„(1a) In den Anlagebedingungen kann vorgesehen werden, dass die Rückgabe von Anteilen durch eine unwiderrufliche Rückgabeerklärung gegenüber der Kapitalverwaltungsgesellschaft unter Einhaltung einer in den Anlagebedingungen festgelegten Rückgabefrist erfolgen muss, die höchstens einen Monat betragen darf. Die Rückgabefrist von höchstens einem Monat nach Satz 1 gilt nicht für Spezial-AIF. Die Regelungen in § 223 Absatz 1 und 2, § 227 Absatz 1 und 2, § 255 Absatz 2 bis 4 sowie § 283 Absatz 3 bleiben unberührt. Die Anteile, auf die sich die Rückgabeerklärung bezieht, sind bis zur tatsächlichen Rückgabe von der depotführenden Stelle zu sperren. Bei nicht im Inland in einem Depot verwahrten Anteilen wird die Rückgabeerklärung erst wirksam und beginnt die Frist erst zu laufen, wenn die Verwahrstelle die zurückgegebenen Anteile in ein Sperrdepot übertragen hat. Die Anlagebedingungen können abweichend von Satz 4 und 5 eine andere Form für den Nachweis vorsehen, dass die Rückgabe in Einklang mit Satz 1 erfolgt.

(1b) In den Anlagebedingungen kann vorgesehen werden, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft die Rücknahme der Anteile abweichend von Absatz 1 beschränken kann, wenn die Rückgabeverlangen der Anleger einen zuvor festgelegten Schwellenwert erreichen, ab dem die Rückgabeverlangen aufgrund der Liquiditätssituation der Vermögensgegenstände des Sondervermögens nicht mehr im Interesse der Gesamtheit der Anleger ausgeführt werden können. Die Beschränkung der Rücknahme der Anteile darf höchstens 15 Arbeitstage dauern. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat die Bundesanstalt unverzüglich über die Beschränkung der Rücknahme der Anteile sowie deren Aufhebung zu informieren. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat die Beschränkung der Rücknahme der Anteile sowie deren Aufhebung zudem unverzüglich auf ihrer Internetseite zu veröffentlichen. Satz 4 findet auf Spezial-AIF keine Anwendung. § 223 Absatz 1 und 2, § 227 Absatz 1 und 2, § 255 Absatz 2 bis 4 sowie § 283 Absatz 3 bleiben unberührt.“

8. § 106 Satz 1 wird wie folgt gefasst:

„Das Bundesministerium der Finanzen wird ermächtigt, im Einvernehmen mit dem Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen über weitere Inhalte, Umfang und Darstellung der Berichte nach den §§ 101, 103, 104 und 105 sowie über den Inhalt der Prüfungsberichte für Sondervermögen sowie zur Art und Weise der Einreichung der zuvor genannten Berichte bei der Bundesanstalt zu erlassen, soweit dies zur Erfüllung der Aufgaben der Bundesanstalt erforderlich ist, insbesondere um einheitliche Unterlagen zur Beurteilung der Tätigkeit der Kapitalverwaltungsgesellschaften bei der Verwaltung von Sondervermögen zu erhalten.“

9. In § 116 Absatz 2 Satz 6 wird nach der Angabe „§ 98 Absatz“ die Angabe „1a, 1b,“ eingefügt.

10. In § 120 Absatz 8 Satz 1 werden nach den Wörtern „des Lageberichts“ die Wörter „sowie zur Art und Weise ihrer Einreichung bei der Bundesanstalt“ eingefügt.

11. § 121 wird wie folgt geändert:

a) In Absatz 3 Satz 1 wird die Angabe „Artikel 9“ durch die Wörter „Artikel 4a und 9“ ersetzt.

b) In Absatz 4 Satz 1 werden nach dem Wort „Darstellungen“ die Wörter „sowie zur Art und Weise der Einreichung bei der Bundesanstalt“ eingefügt.

12. In § 133 Absatz 1 Satz 5 wird nach der Angabe „§ 98 Absatz“ die Angabe „1a, 1b,“ eingefügt.

13. In § 135 Absatz 11 Satz 1 werden nach den Wörtern „des Lageberichts“ die Wörter „sowie zur Art und Weise ihrer Einreichung bei der Bundesanstalt“ eingefügt.

14. In § 136 Absatz 4 Satz 1 werden nach dem Wort „Abschlussprüfers“ die Wörter „sowie zur Art und Weise der Einreichung des Prüfungsberichts bei der Bundesanstalt“ eingefügt.

15. § 140 Absatz 3 wird wie folgt gefasst:

„(3) Auf Investmentaktiengesellschaften mit fixem Kapital sind § 93 Absatz 7, § 96 Absatz 1, § 117 Absatz 1, 2, 4 und 6 bis 9 sowie § 118 Absatz 1 Satz 2 und Absatz 2 entsprechend anwendbar. Für jedes Teilgesellschaftsvermögen sind Anlagebedingungen zu erstellen. Bei Publikumsteilgesellschaftsvermögen müssen diese Anlagebedingungen mindestens die Angaben nach § 266 Absatz 2 enthalten. Die Anlagebedingungen sowie deren Änderungen sind gemäß § 267 von der Bundesanstalt zu genehmigen. Bei Spezialteilgesellschaftsvermögen sind die Anlagebedingungen sowie wesentliche Änderungen der Anlagebedingungen gemäß § 273 der Bundesanstalt vorzulegen.“

16. § 149 Absatz 2 wird wie folgt gefasst:

„(2) Auf geschlossene Investmentkommanditgesellschaften sind § 93 Absatz 7, § 96 Absatz 1, § 132 Absatz 1, 3 bis 8 und § 134 Absatz 2 entsprechend anzuwenden. Für jedes Teilgesellschaftsvermögen sind Anlagebedingungen zu erstellen. Bei Publikumsteilgesellschaftsvermögen müssen diese Anlagebedingungen mindestens die Angaben nach § 266 Absatz 2 enthalten. Die Anlagebedingungen sowie deren Änderungen sind gemäß § 267 von der Bundesanstalt zu genehmigen. Bei Spezialteilgesellschaftsvermögen sind die Anlagebedingungen sowie wesentliche Änderungen der Anlagebedingungen gemäß § 273 der Bundesanstalt vorzulegen. § 132 Absatz 7 Satz 4 ist mit der Maßgabe anzuwenden, dass für die Abwicklung des Teilgesellschaftsvermögens auch § 154 Absatz 2 Satz 1 Nummer 2 gilt.“

17. § 162 Absatz 2 wird wie folgt geändert:

a) Nummer 4 wird wie folgt gefasst:

„4. unter welchen Voraussetzungen, zu welchen Bedingungen und bei welchen Stellen die Anleger die Rücknahme, gegebenenfalls den Umtausch der Anteile oder Aktien von der Verwaltungsgesellschaft verlangen können; ob und unter welchen Voraussetzungen die Rücknahme und gegebenenfalls der Umtausch der Anteile oder Aktien beschränkt werden kann sowie die maximale Dauer einer solchen Beschränkung; Voraussetzungen, unter denen die Rücknahme und gegebenenfalls der Umtausch der Anteile oder Aktien ausgesetzt werden kann;“

b) In Nummer 15 wird der Punkt am Ende durch ein Semikolon ersetzt.

c) Folgende Nummer 16 wird angefügt:

„16. falls in den Anlagebedingungen Swing Pricing vereinbart wird, die Art des Swing Pricing (vollständiges oder teilweises Swing Pricing) sowie unter welchen Voraussetzungen diese Methode angewandt wird.“

18. § 165 Absatz 2 wird wie folgt geändert:

a) In Nummer 22 werden die Wörter „Aktien ausgesetzt werden kann“ durch die Wörter „Aktien beschränkt oder ausgesetzt werden kann; im Hinblick auf eine Beschränkung der Rücknahme von Anteilen oder Aktien ist zudem der Verfahrensablauf sowie deren maximale Dauer darzustellen“ ersetzt.

b) In Nummer 40 wird der Punkt am Ende durch ein Semikolon ersetzt.

c) Folgende Nummer 41 wird angefügt:

„41. falls Swing Pricing vorgesehen ist, Angaben zu dessen Art (vollständiges oder teilweises Swing Pricing) und Funktionsweise sowie zur Berechnung des modifizierten Nettoinventarwertes.“

19. Nach § 168 Absatz 1 wird folgender Absatz 1a eingefügt:

„(1a) Falls die Kapitalverwaltungsgesellschaft von der Möglichkeit des Swing Pricing Gebrauch macht, ist zusätzlich zum Nettoinventarwert der modifizierte Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie zu berechnen. Die Vorgaben der §§ 170, 212, 216 Absatz 7, des § 217 Absatz 3 Satz 1 sowie des § 297 Absatz 2 Satz 1 gelten für den modifizierten Nettoinventarwert entsprechend mit der Maßgabe, dass jeweils anstelle des Nettoinventarwertes der modifizierte Nettoinventarwert zu veröffentlichen oder bekanntzugeben ist.“

20. Dem § 255 wird folgender Absatz 5 angefügt:

„(5) Swing Pricing ist bei Immobilien-Sondervermögen unzulässig.“

21. Dem § 279 wird folgender Absatz 4 angefügt:

„(4) Falls die Kapitalverwaltungsgesellschaft von der Möglichkeit des Swing Pricings Gebrauch macht, ist zusätzlich zum Nettoinventarwert der modifizierte Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie zu berechnen. Die Absätze 1 und 3 gelten für den modifizierten Nettoinventarwert entsprechend.“

22. § 307 Absatz 1 wird wie folgt geändert:

a) In Nummer 20 wird der Punkt am Ende durch ein Semikolon ersetzt.

b) Folgende Nummer 21 wird angefügt:

„21. falls Swing Pricing vorgesehen ist, Angaben zu dessen Art (vollständiges oder teilweises Swing Pricing) und Funktionsweise sowie zur Berechnung des modifizierten Nettoinventarwertes.“

II. Begründung

Zu Artikel 5 (Änderungen des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB))

Zu Nummer 1

Die Änderung ist eine Folgeänderung zur Änderung in Nummer 4.

Zu Nummer 2

Die Definition erklärt die im KAGB neu eingeführte Begrifflichkeit des Swing Pricing. Swing Pricing ist eine international übliche Methode zur verursachergerechten Verteilung der durch Anteilsrücknahmen oder Anteilsausgaben verursachten Transaktionskosten bei der Berechnung des Nettoinventarwertes (NAV) eines Investmentfonds. Mit der Einführung von Swing Pricing wird den Fondsverwaltern ein modernes Instrument der Anlegergleichbehandlung an die Hand gegeben und damit das Investmentrecht in Deutschland an internationale Standards angepasst, wie von internationalen Standardsetzern (Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) und Financial Stability Board (FSB)) empfohlen. Swing Pricing ermöglicht eine verursachergerechte Belastung der einzelnen Anleger beim Ein- und Ausstieg. Swing Pricing kann entweder als Dauermaßnahme angewandt werden, sodass bei einem Netto-Überschuss an Rückgaben oder Ausgaben für jeden An- und Verkauf von Investmentanteilen ein modifizierter NAV verwendet wird (sog. „vollständiges Swing Pricing“), oder es kann erst bei Überschreiten eines zuvor festgelegten Schwellenwertes des Netto-Überschusses aktiviert werden (sog. „teilweises Swing Pricing“). Beide Varianten des Swing Pricing sollen zulässig sein. Ob und gegebenenfalls für welche Variante sich eine Kapitalverwaltungsgesellschaft entscheidet soll in ihrem Ermessen liegen.

Zu Nummer 3

Buchstabe a ist die bisherige Nummer 1. Die Änderung ergibt sich aus den Änderungen der Verordnung (EU) Nr. 2012/648 (EMIR) durch die Verordnung (EU) Nr. 2019/834 (EMIR REFIT). § 38 Absatz 3 Satz 2 KAGB wird auf den Stand der EMIR REFIT angepasst.

Im neuen Buchstaben b wird die bestehende Verordnungsermächtigung in § 38 Absatz 5 erweitert. Die Erweiterung soll es dem Ordnungsgeber ermöglichen, auch die Einzelheiten der Art und Weise der Einreichung des Prüfungsberichts für Kapitalverwaltungsgesellschaften bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht durch Rechtsverordnung zu konkretisieren, um zum Beispiel eine Einreichung in elektronischer Form über die Meldeplattform der Bundesanstalt vorzusehen.

Zu Nummer 4

Geschlossene Publikumsfonds, die von Kapitalverwaltungsgesellschaften verwaltet werden, die nach § 2 Absatz 5 KAGB registriert sind, können als Investmentkommandit- oder Investmentaktiengesellschaften aufgelegt werden. Für die Prüfung dieser Fondsvehikel existiert bereits eine entsprechende Verordnungsermächtigung.

Diese geschlossenen Publikumsfonds können nach § 44 Absatz 1 Nummer 7 Satz 1 KAGB aber auch in anderen Rechtsformen aufgelegt werden. Mit der Änderung wird bestimmt, dass auch für solche geschlossenen Publikumsfonds, die nicht als

Investmentgesellschaft firmieren, weitere Inhalte des für sie zu erstellenden Prüfungsberichts des Abschlussprüfers und die Art und Weise seiner Einreichung bei der Bundesanstalt durch Rechtsverordnung konkretisiert werden können. Damit werden alle geschlossenen Publikumsfonds gleichbehandelt. In diesem Rahmen kann der Verordnungsgeber zum Beispiel auch eine Einreichung in elektronischer Form über die Meldeplattform der Bundesanstalt vorsehen.

Zu Nummer 5

Die bestehende Verordnungsermächtigung in Absatz 2 wird erweitert. Die Erweiterung soll es dem Verordnungsgeber ermöglichen, auch die Einzelheiten der Art und Weise der Einreichung des Prüfungsberichts bei der Bundesanstalt durch Rechtsverordnung zu konkretisieren. So kann zum Beispiel eine Einreichung in elektronischer Form über die Meldeplattform der Bundesanstalt vorgesehen werden.

Zu Nummer 6

Die Ergänzungen berücksichtigen jeweils die neu eingeführte Methode des Swing Pricing.

Zu Nummer 7

Absatz 1a sieht für eine Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) die Möglichkeit vor, für die Rückgabe von Anteilen eines Sondervermögens Rückgabefristen in den Anlagebedingungen festzulegen. Damit wird ein international übliches Mittel zur Liquiditätssteuerung von Investmentfonds eingeführt und der deutsche Gesetzgeber folgt den Empfehlungen von IOSCO und FSB, wodurch der Fondsstandort Deutschland sicherer, moderner und attraktiver wird.

Sollte die KVG von dieser Möglichkeit der Liquiditätssteuerung Gebrauch machen, gilt die Rückgabefrist für jedes Rückgabeverlangen des Anlegers. Die Rückgabefristen sind als dauerhafte Maßnahme in das Liquiditätsmanagementsystem der KVG zu integrieren. Die Rückgabefrist muss in den Anlagebedingungen bestimmt werden, damit sich Anleger über die Frist im Klaren sind. Die Festlegung der Frist liegt im pflichtgemäßen Ermessen der KVG. Bei ihrer Ermessensausübung sind insbesondere die Anlegerinteressen und Anlagestrategie sowie die Liquidität der Vermögensgegenstände des Sondervermögens zu berücksichtigen. Um jedoch unangemessen lange Fristen auszuschließen, wird eine gesetzliche Höchstdauer von einem Monat eingeführt. Diese Höchstdauer orientiert sich dabei an der gewöhnlichen Liquidität der für die betroffenen Investmentvermögen zulässigen Vermögensgegenstände und den Rückgabemöglichkeiten. Die für OGAWs und Gemischte Investmentvermögen zulässigen Vermögensgegenstände sind in der Regel sehr liquide, während zum Beispiel Immobilien-Sondervermögen, für die eine Ein-Jahres-Frist gilt, in hoch illiquide Vermögensgegenstände investieren.

Satz 2 bestimmt, dass die Höchstdauer nicht für Spezial-AIF gilt, da für diese eine derartige Festlegung nicht notwendig ist. Professionelle und semiprofessionelle Anleger können selbst entscheiden, ob sie auch längere Rückgabefristen eingehen wollen.

Satz 3 regelt, dass für Sonstige Investmentvermögen, Dach-Hedgefonds, Immobilien-Sondervermögen und Hedgefonds weiterhin die entsprechenden Spezialregelungen zu den Rückgabefristen gelten. Diese gehen diesem Absatz als *leges speciales* vor.

Satz 4 bis 6 übernimmt die Regelungen, wie sie gemäß § 255 Absatz 4 Satz 2 bereits jetzt für die Rücknahme von Anteilen an Immobilien-Sondervermögen gelten.

Absatz 1b regelt die Zulässigkeit der Rücknahmebeschränkung durch die KVG. Rücknahmebeschränkungen, sogenannte Redemption Gates, sind ein international übliches Werkzeug zur Liquiditätssteuerung eines Investmentfonds in Situationen mit starkem Rückgabeverlangen durch dessen Anleger. Durch deren Einführung wird der Fondsstandort Deutschland an die in anderen Fondsstandorten vorgesehenen Möglichkeiten angepasst und so Nachteile bei der Auflegung von Fonds in Deutschland beseitigt. Auch diese Maßnahme beruht auf Empfehlungen von IOSCO und FSB. Redemption Gates sind eine kurzfristige Beschränkung der Anteilsrücknahme, sobald ein zuvor festgelegter Schwellenwert an Anteilsrückgaben für ein Sondervermögen überschritten wird.

Die Entscheidung, ob und in welchen Situationen die Anteilsrücknahme beschränkt wird, liegt im pflichtgemäßen Ermessen der jeweiligen KVG. Der Bezugspunkt für die Beschränkung der Anteilsrücknahme bei den jeweiligen Investmentvermögen sollte nicht gesetzlich festgelegt werden, da es sich hierbei um keine rechtliche, sondern vielmehr um eine technische Frage handelt. Die insoweit bestehenden allgemeinen Grundsätze sind für deren Lösung ausreichend (zum Beispiel Handeln ausschließlich im Interesse des Anlegers und des Investmentvermögens). Die Dauer für Redemption Gates wird beschränkt, um eine klare Trennlinie zur Aussetzung der Anteilsrücknahme zu ziehen. In der Regel sollten einige Tage für eine Beschränkung der Anteilsrücknahme ausreichend sein, um entsprechende Liquidität für die Bedienung von Anteilsrückgaben zu beschaffen. Daher wird in Satz 2 eine Höchstdauer von 15 Arbeitstagen festgelegt.

Die in Satz 4 geregelte Veröffentlichung der Aktivierung und Aufhebung der Beschränkung der Anteilsrücknahme auf der Internetseite der KVG genügt den Transparenzanforderungen für Publikumsinvestmentvermögen. Der einzelne Anleger wird gemäß § 2 Absatz 3 KAVerOV bereits per dauerhaftem Datenträger über die Ausführung von Zeichnungs- und Rücknahmeaufträgen informiert, sodass er auch darüber Kenntnis erlangt, dass der Auftrag nicht komplett ausgeführt wurde. Der Veröffentlichung durch die KVG kommt daher nur eine erklärende Funktion zu. Eine Informationspflicht gegenüber den Anlegern bei Spezial-AIF ist aufgrund des meist kleinen Anlegerkreises und des in der Regel intensiven Austauschs gemäß Satz 5 nicht erforderlich.

Satz 6 regelt, dass für Sonstige Investmentvermögen, Dach-Hedgefonds, Immobilien-Sondervermögen und Hedgefonds weiterhin die bestehenden Spezialregelungen zur Liquiditätssteuerung gelten. Diese stellen ein jeweils in sich geschlossenes Regelwerk dar und gehen diesem Absatz insoweit als *leges speciales* vor.

Zu Nummer 8

Die bestehende Verordnungsermächtigung wird erweitert. Die Erweiterung soll es dem Ordnungsgeber ermöglichen, auch die Einzelheiten der Art und Weise der Einreichung der Berichte nach den §§ 101, 103, 104 und 105 KAGB sowie der Prüfungsberichte für Sondervermögen bei der Bundesanstalt durch Rechtsverordnung zu konkretisieren. So kann zum Beispiel eine Einreichung in elektronischer Form über die Meldeplattform der Bundesanstalt vorgesehen werden.

Zu Nummer 9

Der ergänzte Verweis berücksichtigt die neu eingefügten Absätze 1a und 1b in § 98, sodass die Möglichkeiten zur Einführung von Rücknahmefristen und Redemption Gates auch für Investmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital gelten.

Zu Nummer 10

Die bestehende Verordnungsermächtigung wird erweitert. Die Erweiterung soll es dem Ordnungsgeber ermöglichen, auch die Einzelheiten der Art und Weise

der Einreichung des Jahresabschlusses und des Lageberichts bei der Bundesanstalt durch Rechtsverordnung zu konkretisieren. So kann zum Beispiel eine Einreichung in elektronischer Form über die Meldeplattform der Bundesanstalt vorgesehen werden.

Zu Nummer 11

Die bisherige Nummer 2 wird zu Nummer 11 Buchstabe a. Die Änderung ergibt sich aus den Änderungen der EMIR durch die EMIR REFIT. Der Verweis auf EMIR in § 121 Absatz 3 Satz 1 KAGB wird auf den Stand der EMIR REFIT angepasst.

Im neuen Buchstaben b wird die bestehende Verordnungsermächtigung in § 121 Absatz 4 erweitert. Die Erweiterung soll es dem Ordnungsgeber ermöglichen, auch die Einzelheiten der Art und Weise der Einreichung des Prüfungsberichts bei der Bundesanstalt durch Rechtsverordnung zu konkretisieren. So kann zum Beispiel eine Einreichung in elektronischer Form über die Meldeplattform der Bundesanstalt vorgesehen werden.

Zu Nummer 12

Der ergänzte Verweis berücksichtigt die neu eingefügten Absätze 1a und 1b in § 98, sodass die Möglichkeiten zur Einführung von Rücknahmefristen und Redemption Gates auch für offene Kommanditgesellschaften gelten.

Zu Nummer 13

Die bestehende Verordnungsermächtigung wird erweitert. Die Erweiterung soll es dem Ordnungsgeber ermöglichen, auch die Einzelheiten der Art und Weise der Einreichung des Jahresabschlusses und des Lageberichts bei der Bundesanstalt durch Rechtsverordnung zu konkretisieren. So kann zum Beispiel eine Einreichung in elektronischer Form über die Meldeplattform der Bundesanstalt vorgesehen werden.

Zu Nummer 14

Die bestehende Verordnungsermächtigung wird erweitert. Die Erweiterung soll es dem Ordnungsgeber ermöglichen, auch die Einzelheiten der Art und Weise der Einreichung des Prüfungsberichts bei der Bundesanstalt durch Rechtsverordnung zu konkretisieren. So kann zum Beispiel eine Einreichung in elektronischer Form über die Meldeplattform der Bundesanstalt vorgesehen werden.

Zu Nummer 15 und 16

Mit den Änderungen wird die bisher nur für die offenen Investmentvermögen bestehende Möglichkeit zur Bildung von Teilgesellschaftsvermögen auch für geschlossene Investmentvermögen eingeführt. Es hat sich gezeigt, dass in der Praxis diese Ausgestaltungsmöglichkeit der Fondsaufgabe nicht nur für offene Fonds, sondern auch für geschlossene Fonds nachgefragt wird. Mit der Einführung werden der Gestaltungsspielraum bei der Auflage von Fondsvehikeln erweitert und Nachteile gegenüber anderen Fondsstandorten beseitigt.

Zu Nummer 17

Zu Buchstabe a

Die Angaben zu den Voraussetzungen hinsichtlich der Rücknahme und des Umtauschs von Anteilen von Publikumsinvestmentvermögen werden um die Möglichkeit zur Einführung von Rücknahmebeschränkungen gemäß den neu eingeführten § 98 Absatz 1a und 1b ergänzt. Entscheidet sich eine KVG für die Möglichkeit der Beschränkung der Anteilsrücknahme, so hat sie dies in den Anlagebedingungen anzugeben. Diese Angaben umfassen neben den Voraussetzungen den Verfahrensablauf sowie die maximale Dauer einer solchen Beschränkung.

Zu Buchstabe b und c

Sofern eine KVG die Anwendung von Swing Pricing vorsieht, hat sie hierzu gemäß der neuen Nummer 16 Angaben in den Anlagebedingungen zu machen. Diese Angaben umfassen die Art des Swing Pricing (vollständiges oder partielles Swing Pricing) sowie die Voraussetzungen, unter denen diese Methode angewandt wird.

Zu Nummer 18

Zu Buchstabe a

Sofern eine KVG in den Anlagebedingungen die Möglichkeit vorsieht, die Anteilsrückgabe ab Erreichen eines bestimmten Schwellenwertes zu beschränken, hat sie Angaben hierzu auch im Verkaufsprospekt zu machen. Diese Angaben umfassen die Voraussetzungen, den Verfahrensablauf sowie die maximale Dauer für eine solche Beschränkung.

Zu Buchstabe b und c

Sofern eine KVG die Anwendung von Swing Pricing vorsieht, hat sie dies gemäß der neuen Nummer 41 im Verkaufsprospekt anzugeben. Diese Angaben umfassen die Art des Swing Pricing (vollständiges oder partielles Swing Pricing) sowie dessen Funktionsweise und die Berechnung des modifizierten Nettoinventarwertes.

Zu Nummer 19

Der neu eingeführte Absatz 1a trägt bei der Anteils- und Aktienwertermittlung der neu eingeführten Möglichkeit des Swing Pricing Rechnung. Zu veröffentlichen ist dann jeweils nur der modifizierte Nettoinventarwert, da dieser im Falle der Anwendung von Swing Pricing der Berechnung der Ausgabe- und Rücknahmepreise dient.

Zu Nummer 20

Swing Pricing ist für Immobilien-Sondervermögen nicht zulässig, da aufgrund der Besonderheiten von Immobilien-Sondervermögen und insbesondere seiner Vermögensgegenstände (Immobilien und Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften) eine verursachergerechte Verteilung der durch Anteilsrücknahmen und Anteilsausgaben verursachten Transaktionskosten bei der Berechnung des NAV grundsätzlich nicht möglich wäre. Wenn eine Immobilie aufgrund eines Überschusses an Rückgaben und unzureichender Liquidität im Fonds veräußert werden muss, dann sollen mit dieser Veräußerung in der Regel die Rückgabeverlangen eines bestimmten längeren Zeitraumes abgedeckt werden. Zudem ist eine Immobilientransaktion ein aufwendiges Verfahren, das sich über einen langen Zeitraum erstrecken kann. Die Transaktionskosten würden jedoch tatsächlich an bestimmten Tagen anfallen und bei einer täglichen Berechnung des Nettoinventarwertes nur einzelne und nicht alle Verursacher der Transaktion willkürlich und unverhältnismäßig treffen.

Zu Nummer 21

Der neu eingeführte Absatz 4 berücksichtigt die neu eingeführte Methode des Swing Pricing.

Zu Nummer 22

Sofern eine KVG die Anwendung von Swing Pricing vorsieht, sind dem am Erwerb eines Anteils oder einer Aktie interessierten professionellen oder semiprofessionellen Anleger vor Vertragsschluss auch Informationen hierzu zur Verfü-

gung zu stellen. Solche Informationen umfassen Angaben zur Art des Swing Pricing (vollständiges oder partielles Swing Pricing) sowie dessen Funktionsweise und die Berechnungsmethode des modifizierten Nettoinventarwertes.

III. Finanzielle Auswirkungen

Keine.

Umdruck-Nr. ...

Entwurf Änderungsantrag der Fraktionen CDU/CSU und SPD zu dem

Entwurf eines Gesetzes zur Einführung von Sondervorschriften für die Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien und zur Anpassung des Wertpapierhandels- gesetzes an die Unterrichts- und Nach- weispflichten nach den Artikeln 4a und 10 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012

- Bundestags-Drucksache 19/15665 -

Stichwort: Dürreversicherung

Zu Artikel Y (Änderung des Versicherungsteuergesetzes)

Änderung

Nach Artikel X wird folgender Artikel Y eingefügt:

„Artikel Y

Änderung des Versicherungsteuergesetzes

Das Versicherungsteuergesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 10. Januar 1996 (BGBl. I S. 22), das zuletzt durch Artikel 25 des Gesetzes vom 20. November 2015 (BGBl. I S. 2029) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

1. § 5 Absatz 1 wird wie folgt geändert:

In Satz 1 Nummer 2 wird nach dem Wort „Starkfrost,“ das Wort „Dürre,“ eingefügt.

2. § 6 Absatz 2 Nummer 4 wird wie folgt gefasst:

„4. bei der Versicherung von Schäden, die an den versicherten Bodenerzeugnissen durch die Einwirkung von den wetterbedingten Elementargefahren Hagelschlag, Sturm, Starkfrost, Dürre, Starkregen oder Überschwemmungen entstehen, und bei der im Betrieb der Landwirtschaft oder der Gärtnerei genommenen Versicherung von Glasdeckungen über Bodenerzeugnissen gegen Hagelschlag, Sturm, Starkregen oder Überschwemmungen für jedes Versicherungsjahr 0,3 Promille der Versicherungssumme;“

Begründung

Zu Artikel Y (Änderung des Versicherungsteuergesetzes)

Zu Nummer 1

§ 5 Absatz 1 Satz 1 Nummer 2

Der Katalog der wetterbedingten Elementargefahren in Absatz 1 Satz 1 wird um die Gefahr „Dürre“ erweitert. Bereits mit dem Verkehrsteueränderungsgesetzes vom 5. Dezember 2012 hatte der Gesetzgeber auf die Auswirkungen des Klimawandels reagiert und die für die Hagelversicherung bestehende versicherungsteuerliche Begünstigung auf andere Wetterelementargefahren wie Sturm, Starkfrost, Starkregen und Überschwemmung ausgeweitet. Angesichts der im Sommer des Jahres 2018 eingetretenen enormen Dürreschäden in der Landwirtschaft soll mit der Gesetzesänderung die Möglichkeit geschaffen werden, Versicherungen gegen Dürreschäden unter denselben steuerrechtlichen Konditionen zu nehmen, wie sie für die anderen Wetterelementargefahren gelten.

Unabhängig von der Aufnahme der „Dürre“ in den Katalog der wetterbedingten Elementargefahren werden bereits nach geltendem Recht grundsätzlich auch sog. indexbasierte bzw. parametrische Versicherungen von § 5 Absatz 1 Satz 1 Nummer 2 (i. V. m. § 6 Absatz 2 Nummer 4) des Versicherungsteuergesetzes erfasst, bei denen das Unterschreiten von Schwellenwerten bestimmter Wetter-Parameter, z. B. das signifikante Überschreiten einer im Vertrag festgelegten oder statistisch ermittelbaren Niederschlagsmenge als Auslöser für die Versicherungsleistung vereinbart wird.

Zu Nummer 2

Zu Buchstabe a

§ 6 Absatz 2 Nummer 4

Die Aufnahme der Gefahr „Dürre“ in § 6 Absatz 2 Nummer 4 VersStG beruht auf der entsprechenden Änderung des § 5 VersStG. Zudem wird mit der Anpassung des Gesetzestextes an die Formulierung des § 5 Absatz 1 Nummer 2 VersStG verdeutlicht, dass der besondere Steuersatz in Verbindung mit der in § 5 geregelten besonderen Bemessungsgrundlage nur für die Versicherung von Schäden an Bodenerzeugnissen oder Glasdeckungen über Bodenerzeugnissen gilt, die auf die Einwirkung von den aufgeführten wetterbedingten Elementargefahren zurückzuführen sind.

Anwendungs- und Inkrafttretenszeitpunkt

Die Änderungen treten entsprechend der im Regierungsentwurf vorgesehenen Regelung am Tag nach der Verkündung in Kraft.

Finanzielle Auswirkungen

Es entstehen nicht bezifferbare faktische Mehreinnahmen, da bislang derartige Versicherungen zu wirtschaftlich vertretbaren Konditionen entweder von Versicherern gar nicht angeboten bzw. ggf. von potenziellen Versicherungsnehmern nicht bzw. kaum abgeschlossen werden.

Erfüllungsaufwand

Keiner.



Analysis of Central Clearing Interdependencies

9 August 2018

Contents	Page
Definitions	1
Introduction	2
1. Key findings	4
2. Data overview	5
3. Interdependencies between CCPs and their clearing members	9
4. Interdependencies between CCPs and custodian and settlement banks.....	16
5. Interdependencies between CCPs and liquidity and credit providers	20
6. Interdependencies between CCPs and investment service providers	22
7. Conclusion	25
Annex A: Participating CCPs in the bespoke data collection	27
Annex B: Clearing services across the 26 CCPs.....	28
Annex C: CCP clearing members by type of financial institutions and region	29
Annex D: Quantitative network statistics.....	30
Annex E: Node importance in a multi-layered network	31

Definitions

Many of the following terms are derived from the CPMI-IOSCO Public quantitative disclosure standards.¹

Clearing service	A set of products cleared by a CCP that share resources from the same default fund. Some CCPs maintain a single default fund in which case there is no distinction between a CCP and a clearing service.
Initial margin	Includes ‘base-line’ initial margin, ‘add-ons’, and ‘retained marked-to-market/variation margin’ (where relevant), irrespective of whether the CCP offers gross omnibus client accounts, net omnibus client accounts or individual segregated client accounts.
Intraday liquidity / settlement line providers	Includes mandatory rules-based lines, the auto-collateralisation on flow function provided by some central securities depositories (CSDs), international central securities depositories (ICSDs) and in Target2 Securities, and liquidity provision from third-parties to the CCP. The use of the CCP’s own liquid resources is excluded.
Prefunded default fund	The amount of collateral posted by each clearing member in order to meet its default fund contribution requirement, excluding the amount of Initial Margin.
Prefunded financial resources	The sum of prefunded default fund and initial margin.
Third-party investment managers	Third-party investment managers for the CCP’s total investment portfolio, including investments of cash and/or other collateral as well as the CCP’s own cash resources.

¹ CPMI-IOSCO [Public quantitative disclosure standards](#), February 2015.

Introduction

In 2015 the Chairs of the FSB Standing Committee on Supervisory and Regulatory Cooperation (FSB SRC), the FSB Resolution Steering Group (FSB ReSG), the Committee on Payments and Market Infrastructure (CPMI), the International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), and the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) (together “the Committees”) constituted an ad hoc study group (the Study Group on Central Clearing Interdependencies (SGCCI)) to identify, quantify and analyse interdependencies between central counterparties (CCPs) and major clearing members and financial service providers, and the resulting systemic implications.

Given the rise of central clearing, in particular following post crisis reforms to derivatives markets, the Committees identified the need to better understand the interdependencies in central clearing. In many cases, CCP membership is drawn from a common group of large banks, many of which are also important providers of financial services to CCPs (such as liquidity provision, lines of credit, custodianship, settlement and cash management). These interdependencies are often cross-border.

To further understand and quantify the interconnections between CCPs and the rest of the financial system, the Committees launched work in 2016 to globally map interconnections between CCPs, clearing members and other financial institutions that provide financial services which are critical to the operations and viability of CCPs. Data was collected from 26 CCPs, across 15 jurisdictions in North America, South America, Europe and Asia-Pacific. This effort was aimed at providing a comprehensive overview of the connections between different aspects of the central clearing system while focusing, where possible, on the types of connections that could lead to potential contagion.

After reviewing the findings from the 2016 data collection, which were published in July 2017,² the Committees agreed to conduct another but more streamlined data collection to assess whether the findings from the 2016 analysis were stable over time. To enable comparability, the 2017 exercise collected data from the same group of 26 CCPs (see Annex A for a list of CCPs that participated in the 2016 and 2017 data collections).

In preparation for the second data collection, the study group held a roundtable with representatives from participating CCPs, clearing members, custodians and other financial service providers, as well as academics to solicit their perspectives on: (i) the findings presented in the July 2017 report, (ii) ways to improve the analysis, (iii) how to streamline the data collection template to reduce the burden on reporting CCPs while meeting the objective of the exercise, and (iv) whether they had any concerns over the data collection exercise. Industry representatives and academics generally agreed that the analysis confirmed what was largely intuited, while enabling market participants to visualise the extent and size of the interconnections in central clearing. A few roundtable participants suggested that the analysis could be improved by presenting more quantitative data when discussing the impact of default, rather than looking solely at the number of financial institutions impacted. As a result, the box plots used in the July 2017 report were replaced with scatter plot diagrams. And finally,

² BCBS, CPMI, FSB, IOSCO, *Analysis of Central Clearing Interdependencies*, 5 July 2017 (at <https://www.bis.org/cpmi/publ/d164.htm>; <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050717-2.pdf>; <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD570.pdf>).

discussions from the roundtable resulted in the following key changes to the 2017 data template:

- Changing the reference date for the data collection to 31 October 2017 from 30 September 2016. This was to avoid using a quarter-end date, which aligns with the CPMI and IOSCO public quantitative disclosure standards for CCPs,³ and further reducing the potential to reverse engineer the identity of a CCP or financial service provider.
- Removing the spreadsheet tab that collects information related to the management of a clearing member default.
- Eliminating the columns that collect data on the currency denomination (e.g. in euro, dollars, yen, local currency) for intraday liquidity/settlement lines, credit facilities, cash investments and non-cash investments.
- Streamlining the collection of data for the type of default fund collateral to include cash and non-cash collateral, rather than type of government bonds.

The 2016 and 2017 studies of central clearing interdependencies are intended to inform the ongoing policy work on CCP resilience, recovery planning and resolution, and possibly provide useful inputs for designing a supervisory stress testing framework. In particular, these efforts are intended to:

- quantify, at a high level, the type and nature of connections between CCPs, their members, and other critical services providers such as custodians and investment counterparties;
- map relationships in central clearing at a global level;
- identify where risks may concentrate in the CCP network; and
- explore whether major providers of financial services to CCPs are also the most interconnected clearing members.

The remainder of this report is organised as follows. Section 1 summarises the key findings of the report. Section 2 provides an overview of the data used in the report. Sections 3 through 6 describe the interconnections between CCPs, their clearing members and several types of critical service providers. Section 7 concludes and provides some considerations for future work.

³ CPMI-IOSCO, February 2015.

1. Key findings

This comprehensive data collection from 26 CCPs, across 15 jurisdictions in North America, South America, Europe and Asia-Pacific permits a global analysis of interdependencies in central clearing. The analysis addresses CCPs, their members and other financial institutions that are linked to CCPs such as custodians, settlement banks, credit and liquidity providers and investment counterparties. These data provide a unique view of the central clearing landscape that is not available elsewhere. The results from the SGCCI's analysis are varied and depend on the specific aspects of the central clearing system that are being analysed but some broad themes from the study can be made. In this study, analysis of clearing members and financial service providers was carried out at a group level rather than individual legal entity level. As such, throughout this report, the term 'entity' refers to a collection of firms belonging to the same group or parent.

The 2017 analyses of interdependencies in central clearing broadly confirm the high-level conclusions of the 2016 exercise; namely that:

1. Prefunded financial resources are concentrated at a small number of CCPs. The two largest CCPs (as measured by prefunded financial resources) account for nearly 40 per cent (32 per cent in 2016) of total prefunded financial resources provided to all CCPs, with the next group of eight CCPs accounting for an additional 50 per cent of total prefunded financial resources (56 per cent in 2016). The remaining CCPs in this study are considerably smaller.
2. Exposures to CCPs are concentrated among a small number of entities. The largest 11 out of 306 clearing members (as measured by prefunded financial resources contributions to the CCP) are connected to between 16 and 25 CCPs. This indicates that the default of a CCP's clearing member could result in defaults of the same entity or affiliates in up to 24 other CCPs included in this analysis.
3. The relationships mapped in this report are all characterised, to varying degrees, by a core of highly connected CCPs and entities and a periphery of less highly connected CCPs and entities. At the same time, even these less highly connected CCPs often maintain connections to at least one highly connected entity that indirectly connects the CCP to the central (more interconnected) part of the network structure.
4. Among the different types of relationships between CCPs and other financial institutions, a small number of entities tend to dominate each of the critical services required by CCPs. These concentrations suggest that a failure at one of these central elements of a CCP network would likely have significant consequences for the rest of the network.
5. Clearing members and clearing member affiliates are also important providers of other critical services required by CCPs and can maintain numerous types of relationships with several CCPs simultaneously. For instance, the largest clearing members often provide a number of additional services to CCPs, with many providing at least three and one providing six services. In addition, out of 306 clearing members, 27 per cent also provide credit to CCPs, 26 per cent provide investment services and 16 per cent provide intraday liquidity.

There are, however, some changes to highlight in the interdependencies in central clearing. For instance, compared with September 2016, as of October 2017, initial margins from clients are concentrated in two CCPs, compared to one in 2016. This seems to suggest that client clearing has increased substantially at one CCP between September 2016 and October 2017.

The results are a useful starting point for understanding potential sources of systemic risks in central clearing. It is important to note, however, that neither data collection exercise assesses second-round effects and endogenous feedback mechanisms that could amplify (or dampen) any initial stress.⁴ Moreover, these exercises are limited to evaluating the level of *interconnectedness*. They do not seek to measure *risk*, in the sense of net exposures across CCPs. Also, the data do not include information about risk management within CCPs or on any entity other than CCPs with whom financial entities have relationships with. As a result, the analysis is not suited to support any conclusions related to the impact of entity default on the broader financial system or the real economy or to demonstrate transmission of risks through CCPs.

2. Data overview

The data were collected as of 31 October 2017 and represent a snapshot in time. The 26 CCPs included in the data collection vary significantly in terms of the products that they clear as well as their overall size and level of activity.

The data available to the SGCCI included a variety of proxies for the size of each entity corresponding to the different services provided to each CCP. These proxies appear in many of the figures that follow. Generally, the size of each CCP in each layer of the network is represented by the total level of resources or service provision provided to the CCP in that layer. Similarly, the size of each service provider in each layer of the network is represented by the total level of resources or services it provides to CCPs in that layer. For example, the amount of prefunded financial resources that are held by the CCP to manage counterparty exposures roughly approximates a CCP's estimate of the market risk posed to it by portfolios of its clearing members and their clients. While a clearing member's prefunded financial resources across multiple CCPs do not predict the aggregate clearing system's exposure to that clearing member – because some of those exposures may be offsetting, while others may be diverse – it does inform an understanding of the complexity of a default of that clearing member, as all of the house (i.e. proprietary) positions would need to be liquidated promptly, and client positions would need to be transferred to another clearing member (preferably) or liquidated. Hence, total prefunded financial resources are used to proxy for the size of CCPs in the central clearing network.

As in 2016, each CCP was asked to provide a variety of quantitative and qualitative data on several important characteristics relating to the CCP:⁵

⁴ The analysis does not represent a stress testing exercise.

⁵ In addition to the broad categories noted above, the data collection also asked CCPs for information regarding entities that provide access to certain trading and settlement systems. These data are not included in this report as the data analysis team's assessment was that the quality of the data was not sufficient for inclusion in the report.

- **Clearing members:** Identified at the clearing service level. The default of a clearing member exposes a CCP to credit and liquidity risks, because the CCP guarantees the fulfilment of obligations to surviving clearing members.
- **Custodians:** Firms that hold cash and securities collateral on behalf of CCPs and their members. Disruptions at a custodian exposes a CCP to operational and liquidity risks, as the CCP may experience a delay in accessing its collateral. In case of cash collateral, the CCP may also face credit risks. I/CSDs are considered custodians.
- **Settlement banks:** Banks that process payments, settlements and collateral transfers between CCPs and their members. Disruptions at a settlement bank expose a CCP to operational risk (and possibly also credit and intraday liquidity risk) as it experiences delays in fulfilling payment and settlement obligations or transfers of collateral.
- **Intraday liquidity and settlement lines:** Providers of intraday liquidity and settlement lines to CCPs. Disruptions at an intraday liquidity provider exposes a CCP to operational and liquidity risks as payments and settlements may be delayed.
- **Credit and liquidity facilities:** Providers of overnight and term credit and liquidity facilities. Disruptions at a provider of credit and liquidity facilities expose a CCP to liquidity risks.
- **Cash investments:** Counterparties to investments such as repurchase agreements and deposits that are used by CCPs to invest cash resources. Disruptions at providers of cash investment services may expose a CCP to credit, operational and liquidity risks.
- **Non-cash investments:** Counterparties to investments for non-cash resources, typically securities lending services whereby CCPs lend out available non-cash collateral. Disruptions at these services providers exposes a CCP to operational and liquidity risks.
- **Total investment portfolio and non-cash collateral portfolio:** CCPs hold certain non-cash investment assets (e.g. government bonds) and investments facilitated by third-party investment managers. Failure of providers of investment services may expose a CCP to credit, operational and liquidity risks.

CCPs submitted anonymised information to the SGCCI data analysis team, which was reviewed by the CCP's national authority.⁶ Consistent with last year, to reduce the potential to identify a CCP, CCPs were asked to provide exposures to their top 25 clearing members

⁶ CCPs participating in the survey submitted a list of entities with whom they had a relevant relationship (e.g. clearing members, custodians, etc.) to the IOSCO Secretariat. The IOSCO Secretariat assigned aliases to these entities, consistent across all CCPs in the survey. The aliases were designed so that entities belonging to the same corporate group (where this could be established) have related aliases, but it was not possible to identify the actual entity to the group. Only the IOSCO Secretariat had access to the aliases and individual firm names, but they did not have access to the individual CCP data templates. The CCPs then submitted their data templates using the aliases (via national authorities to the BIS in Basel) and the data was analysed by the Data Analysis Team (DAT), comprising four people none of whom are or were members of any Secretariat. Only members of the DAT had access to the anonymised individual CCP data templates. Members of the SGCCI did not have access to the anonymised individual CCP templates or to the list of aliases and firm names. Also the CCP's home authority and the DAT made efforts to validate data contribution by CCPs, and beyond that, the SGCCI has worked under the assumption that the reported data did not contain any errors or omissions which may bias the results of data analysis.

for each clearing service.⁷ While, on the one hand, this constraint may bias results related to CCP membership (e.g. commonality of membership, network statistics, overlap between CCP membership and provision of other services to CCPs), the largest 25 clearing members typically represent the majority of the prefunded financial resources to the CCPs included in the survey.

The bespoke data collection yielded information for 51 clearing services and 306 clearing members. Annex B lists the specific products cleared by each clearing service as described by each CCP, which is essentially unchanged compared with the 2016 exercise; the variety of products demonstrates that the underlying sample of CCPs and clearing services represents a broad cross section of the clearing landscape that is not concentrated in any specific product or asset class.

2.1 Interconnections across clearing members and financial service providers

CCPs maintain various relationships with other financial institutions. Entities may have relationships with CCPs as clearing members, custodians, settlement banks, credit and liquidity providers and investment counterparties. Moreover, a single entity often maintains different types of relationships with different CCPs. As an example, a financial institution might be member of one CCP, a custodian for a second CCP, while providing a credit line to a third CCP. Figure 1 below provides an overview of the ways in which these roles are fulfilled by the entities covered in this data collection. Diagonal elements of the table report the number of entities fulfilling any particular role as of 31 October 2017 (the figures as of 30 September 2016 are in parentheses). For example, the entry in the top-left corner of the table shows that across all 26 CCPs there are 306 distinct clearing members. Similarly, the bottom right entry of the table shows that there are 123 distinct entities that are investment counterparties across all 26 CCPs. Any given column of the table reports the ways in which each specific type of entity fulfils multiple roles. As an example, among the 306 clearing members, 29 are custodians for at least one CCP, 59 provide settlement services to at least one CCP, 49 provide intraday liquidity and settlement lines to at least one CCP, 82 provide credit and liquidity facilities to at least one CCP, 24 provide third-party investment management services to at least one CCP, 79 are investment counterparties to at least one CCP.

Figure 1 suggests that a high degree of interconnections remains in the different roles provided by entities that are connected to CCPs. As an example, 29 out of 56 (40 out of 65 in 2016) custodians are also CCP clearing members and 82 out of 101 (76 out of 95 in 2016) credit and liquidity facility providers are also clearing members. Similarly, among 56 distinct custodians, 30 of these provide credit and liquidity facilities while 39 of these custodians are also investment (e.g. repo) counterparties. Accordingly, the default of a clearing member or critical service provider could, in many cases, have an impact not only on the same service provided for other CCPs but also on the provision of other services and functions for other CCPs as well.

⁷ CCPs were also asked to provide their exposures to their top 25 custodians, investment managers, intraday liquidity providers, credit and liquidity facilities and non-cash investment managers; their top 15 exposures to settlement banks, and their top 11 exposures to investment fund managers.

The entities that are connected to CCPs come from a variety of jurisdictions and many are banks, with 22 out of the 26 CCPs surveyed exposed to at least ten G-SIFIs, all of which are banks (see Annex C).

Figure 1: Total number of entities connected to any CCP

	Clearing members	Custodians*	Settlement banks**	Intraday liquidity / settlement line providers	Credit and liquidity facilities	Third-party investment managers	Investment counterparties
Clearing members	306 (307)						
Custodians*	29 (40)	56 (65)					
Settlement banks**	59 (56)	33 (38)	88 (81)				
Intraday liquidity / settlement line providers	49 (49)	30 (33)	54 (48)	74 (66)			
Credit and liquidity facilities	82 (76)	30 (38)	55 (52)	61 (54)	101 (95)		
Third-party investment managers	24 (25)	15 (15)	19 (20)	16 (18)	20 (22)	29 (29)	
Investment counterparties	79 (83)	39 (44)	68 (65)	57 (53)	77 (74)	29 (29)	123 (122)

* The figure excludes central banks and I/CSDs offering custody services.

** The figure includes commercial banks offering settlement services and central banks.

Figure 2 shows the conditional probabilities of interconnections across clearing members and financial service providers. Each row gives the probability of having a link in the layer described by the row given that the entity provides the service described in the column. For instance, there are 29 custodians that are also clearing members and a total of 56 custodians; hence there is a 51.8 per cent (i.e. 29/56) probability of an institution being a clearing member, conditional on that institution being a custodian. On the other hand, there is a 9.5 per cent (i.e. 29/306) probability of an institution being a custodian, conditional on that institution being a clearing member.

Similarly, there are 82 credit and liquidity providers that are clearing members and a total of 101 credit and liquidity providers; as such, there is an 81.2 per cent (i.e. 82/101) probability

of an institution being a clearing member, conditional on that institution being a credit and liquidity provider.⁸

Figure 2: Conditional probabilities of interconnections across clearing members and financial service providers

	Clearing members	Custodians*	Settlement banks**	Intraday liquidity / settlement line providers	Credit and liquidity facilities	Third-party investment managers	Investment counterparties
Clearing Members	100	9.5	19.3	16.0	26.8	7.8	25.8
Custodians*	51.8	100	58.9	53.6	53.6	26.8	69.6
Settlement banks**	67.0	37.5	100	61.4	62.5	21.6	77.3
Intraday liquidity / settlement line providers	66.2	40.5	73.0	100	82.4	21.6	77.0
Credit and liquidity facilities	81.2	29.7	54.5	60.4	100	19.8	76.2
Third-party investment managers	82.8	51.7	65.5	55.2	69.0	100	100
Investment counterparties	64.2	31.7	55.3	46.3	62.6	23.6	100

* The figure excludes central banks and I/CSDs offering custody services.

** The figure includes commercial banks offering settlement services and central banks.

3. Interdependencies between CCPs and their clearing members

The analysis presented in this section shows that there is a significant level of concentration in the central clearing system – both in terms of a relatively small number of CCPs that comprise most of the prefunded financial resources in the data used and a small number of highly interconnected clearing members whose default or financial distress would impact a large number of CCPs. Additionally, the comparison between the degree of interconnectedness in the 2016 and 2017 data suggests that the structural properties of the network have remained stable across the two data collections.

⁸ This calculation was not performed on the 2016 figures.

3.1 The CCP-clearing member network

Clearing members maintain a network of relationships with a variety of CCPs. A common way of depicting these relationships is through a network graph where each node represents an entity in our system (e.g. clearing member, CCP, custodian, etc.).⁹

Network Charts

In all the network charts, the size of the node is a linear function of the financial input; for example, in Figure 3 the financial input is total prefunded financial resources and in Figure 8, the input is the total value of assets under custody and the total value of settlement flows, respectively. The weights (sizes) of nodes are calculated amongst the population of the same type. The population of CCPs is 26 and the population of clearing members is 306. To visualise the network, the size of the largest and smallest nodes is set arbitrarily. The area of some very small clearing members may have been increased to make them visible in the network graph. The largest and the smallest nodes have respectively a thinning and a magnifying effect and due to the large size differences between the largest and smallest nodes in the data, this makes directly-proportional network visualisation impossible across all nodes. In the network figures that follow, CCP nodes can be compared with each other, and clearing members can be compared with each other; however, CCP nodes cannot be compared with clearing member nodes. Additionally, in all network charts in this report, the distances between the core and the periphery of the network are automatically assigned by the software that generated the network chart and have no specific meaning. It is important to note that the size of the nodes in this report cannot be compared with the size of the nodes in last year's report as different settings were applied to the minimum node size in order to facilitate visualisation; hence larger node sizes in this report relative to last year's report do not necessarily imply higher activity.

Figure 3 represents a global and relatively comprehensive view of the CCP-clearing member network across several jurisdictions and asset classes. The chart depicts the CCP network for the top 25 clearing members¹⁰ of each CCP. Each CCP is shown in red and each clearing member in blue. The size of a CCP node can be seen as a proxy for the CCP's credit risk exposure to all of its clearing members, while the size of a clearing member node is a measure of the total prefunded financial resources that the clearing member has posted or contributed among all CCPs of which it is a member.¹¹ The lines connecting CCPs and members depict the CCP-clearing member relationships in the network.

Figure 3 confirms the findings from the 2016 exercise: there is a high degree of interconnectedness across the CCP-clearing member network, with a few CCPs being connected to many clearing members, and a few clearing members being connected to many

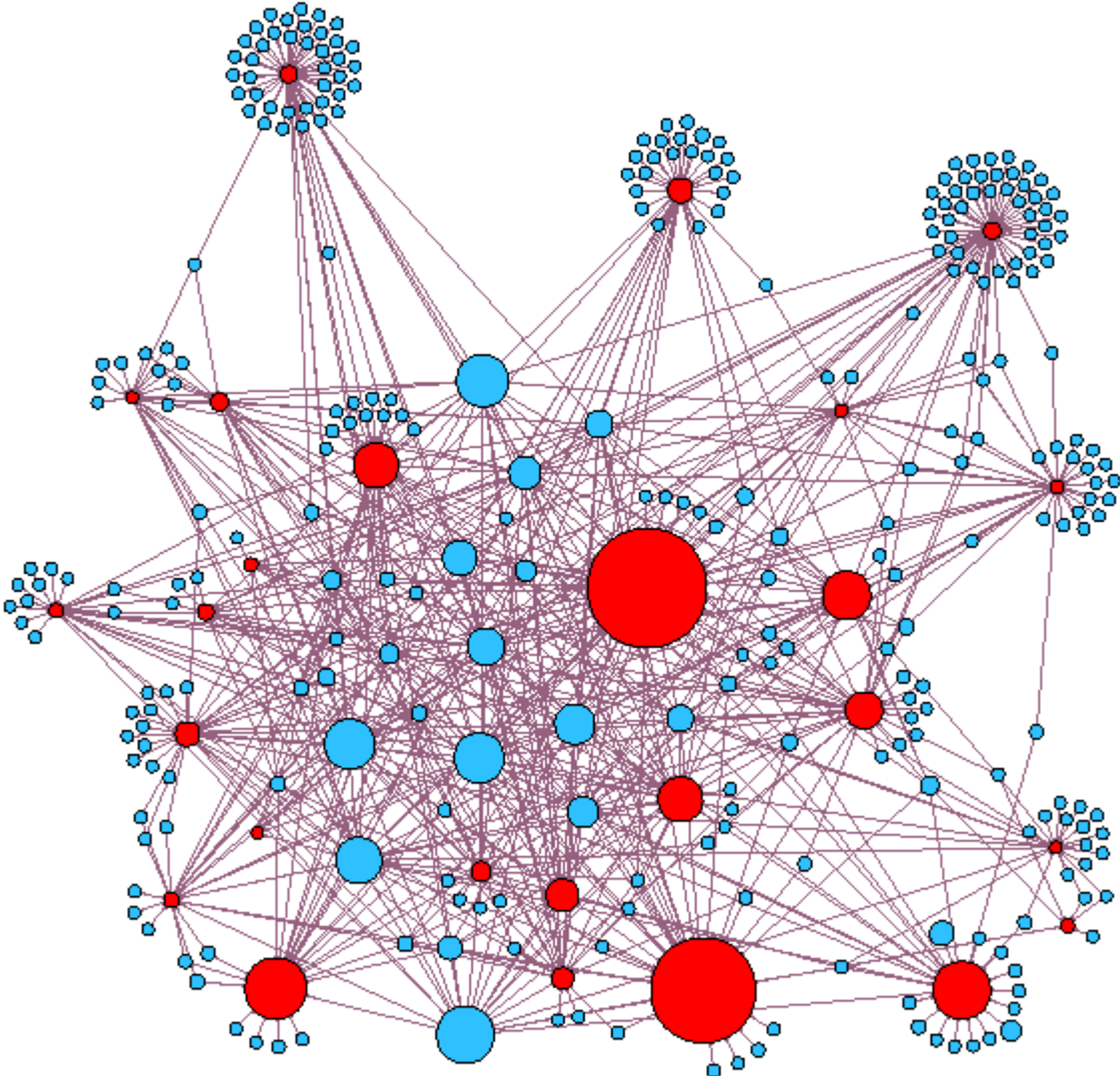
⁹ P Gai, A Haldane and S Kapadia, "Complexity, concentration and contagion", *Journal of Monetary Economics*, vol 58, 2011, pp 453–470. M Billio, M Getmansky, A Lo and L Pelizzon, "Measuring Systemic Risk in the Finance and Insurance Sectors", MIT Sloan School Working Paper, no 4774-10, 2010.

¹⁰ Although the network graph does not depict every CCP-clearing member relationship, the largest 25 clearing members typically represent the majority of the CCP's total financial resources.

¹¹ Although a clearing member's aggregate initial margin across CCPs is not a reliable measure of aggregate risk that clearing member poses to the system (because exposures at different CCPs may be offsetting), the size of the nodes (initial margin plus default fund contributions) provides some information about CCPs' potential future exposure to clearing member that is generally sufficient for the purposes of ranking and visual comparison.

CCPs.¹² This suggests that the default of a clearing member in the centre of the chart could have important consequences for a number of CCPs in the network due to cross-default provisions (and practical implications) that would result in the need to liquidate positions of the member or its affiliates at other CCPs. However, this analysis of interconnectedness cannot, on its own, conclude that such a default would have any material impact on CCPs at which the defaulter or its affiliates are not members, or on other members of that latter group of CCPs.

Figure 3: The CCP-clearing member network



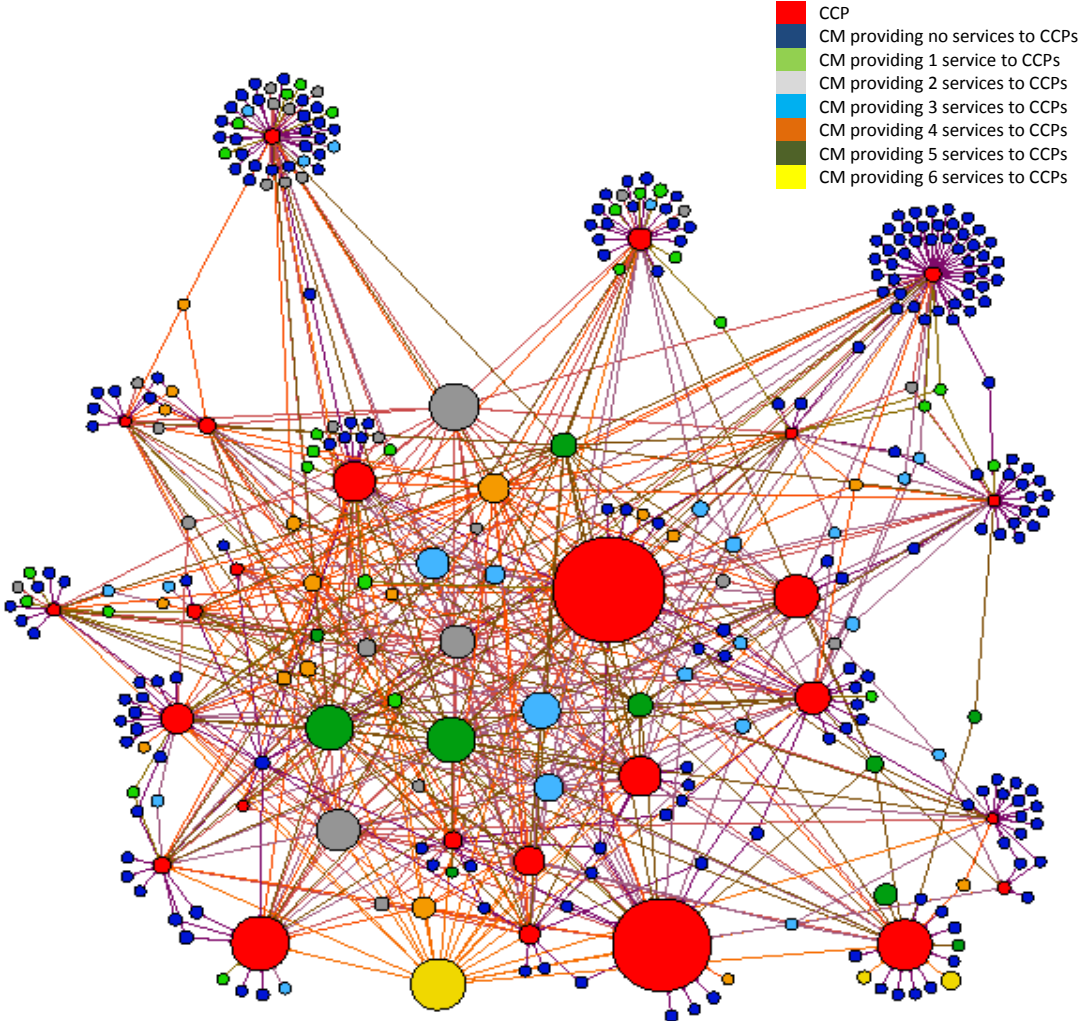
3.2 The multiple services provided by clearing members

CCPs maintain various relationships with other financial institutions. Figure 4 shows clearing members (non-red nodes) that provide one or more additional services (i.e. as a custodian, settlement bank, investment counterparty, intraday liquidity and settlement provider, credit or liquidity provider) to one or more CCPs. The colour of each clearing member node

¹² See Annex D for the tables displaying the main network measures as in October 2017 and September 2016.

corresponds to the number of different services that clearing member provides to CCPs in the sample, but not the types of services provided nor the size of provision of those services. Therefore, two identically-coloured nodes may represent clearing members that each provide a different set of services. In addition, node size is based on aggregate prefunded financial resources, so that the nodes representing clearing members are ranked according to their exposures to CCPs. Consistent with the 2016 exercise and other analyses undertaken in this report, the figure shows that the largest clearing members often provide a number of additional services to CCPs, with many providing at least three (pale blue, orange, jade green and yellow).

Figure 4: Clearing members providing multiple roles



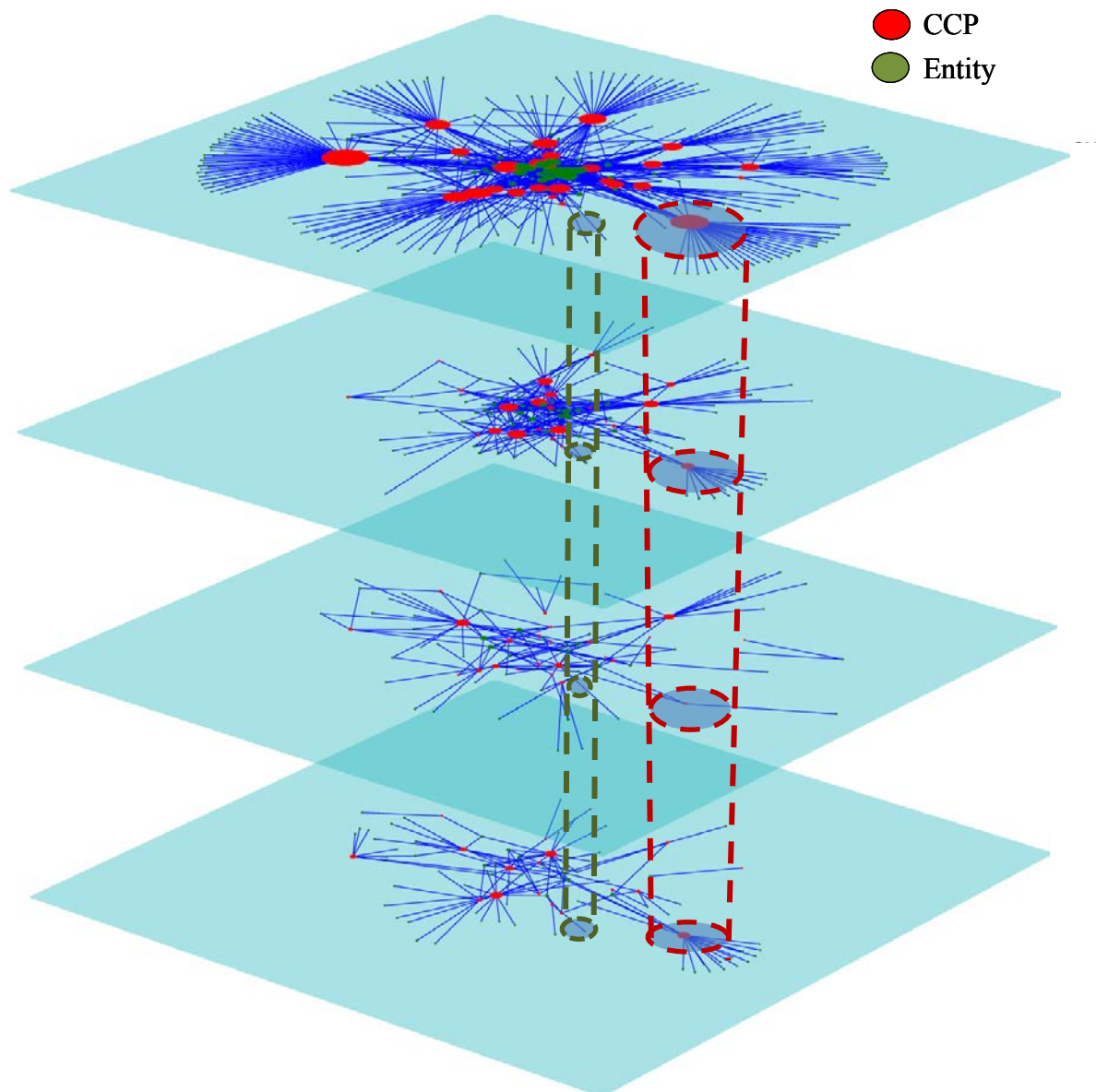
Other ways of observing the degree of interconnectedness is to examine the extent to which a clearing member of one CCP is also a service provider for other CCPs. Such systems are better described in terms of multiplex networks. For example, Figure 5 illustrates the different layers of the multiple networks that connect CCPs to entities.¹³ Although there are seven ways in which an entity can be connected to a CCP (as described in Figure 4); this multilayer network

¹³ This figure was not produced for the 2016 data collection.

chart shows the four most important layers for CCP risk management, with the top layer being clearing members. The red nodes represent CCPs and the green nodes represent other entities. In each layer of the multiplex network, only the entities that provide that particular service (e.g. clearing, credit and liquidity provisions, custodian and intraday liquidity) are visible. If an entity is connected to a CCP in more than one of these networks, its node will appear in the same position in each relevant layer. This is highlighted by the green dashed line.

The size of each node on each layer is proportional to the number of connections the entity has with other entities in the same layer (i.e. its degree). For example, the red dashed line helps to visualise the same CCP in the four multiplex layers. The larger size of the node in the top layer of the network indicates that the CCP has a higher number of clearing members than providers of other services. At the same time, the CCP receives financial services from entities in the bottom three layers that are also its clearing members in the top layer.

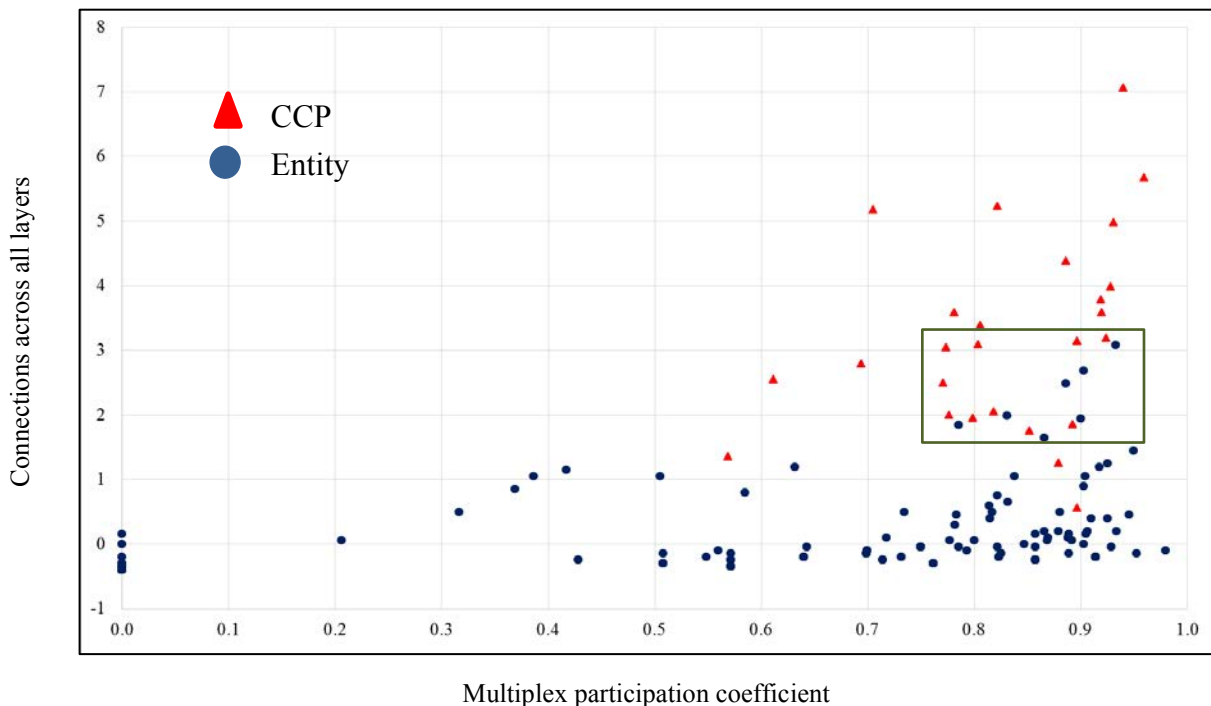
Figure 5: Clearing members providing multiple roles as custodians, credit and liquidity providers



Note: This figure illustrates how entities are connected through four financial services provided to CCPs. In each layer of the multiplex network, only the entities that provide that particular service (e.g. clearing, credit and liquidity provisions, custodian and intraday liquidity) are visible. If an entity (green node) is connected to a CCP (red node) in more than one of these networks, its node will appear in the same position in each relevant layer. This is highlighted by the green dashed line. Meanwhile, the size of each node on each layer is proportional to the number of connections the entity has with other entities in the same layer (i.e. its degree of interconnectedness). For example, the red dashed line helps to visualise the same CCP in the four multiplex layers. The larger size of the node in the first layer of the network indicates that the CCP has a higher number of clearing members than providers of other services. At the same time, the CCP receives financial services from entities in the bottom three layers that are also its clearing members in the top layer.

Figure 6 is another way of depicting a multiplex network, which quantifies the participation of single nodes to the structure of each layer and the importance of each node to the multiplex network.¹⁴ As expected, CCPs (red nodes in the upper right hand corner) are the most active and connected nodes in the different layers of the network. The figure also shows that there are many entities that are as active and connected as some CCPs as highlighted by the green box. Hence, should these nodes default, it would have implications for multiple CCPs and for different services provided to CCPs.

Figure 6: Node importance in a multi-layered network



Note: This chart analyses the seven ways an entity can be connected to a CCP as described within Figure 3. The vertical axis represents the total number of connections across the different layers (i.e. the Z-score of its overlapping degree). The horizontal axis represents a measure of activity for each entity for each layer of the network. This measure is called the multiplex participation coefficient. The multiplex participation coefficient measures the homogeneity of the number of connections for a node across the different layers of the network and it ranges from 0 to 1. If this coefficient is equal to 1, a node has the same number of connections in each layer, that is, the node is equally active in all the layers of the network (i.e. the node is 'multiplex'). If the coefficient is equal to 0, the node is active only in one of the layers, that is, the node is specialised in just one service to CCPs (i.e. the node is 'focused').¹⁵ See Annex E for details on the calculation of overlapping degree and the multiplex participation coefficient. Entities (blue nodes) located at the bottom left corner of the chart are not highly active and are focused., while entities (red nodes) located at the top right corner of the figure are highly active and multiplex on the x-axis and y-axis, respectively.

3.3 Common clearing members across CCPs

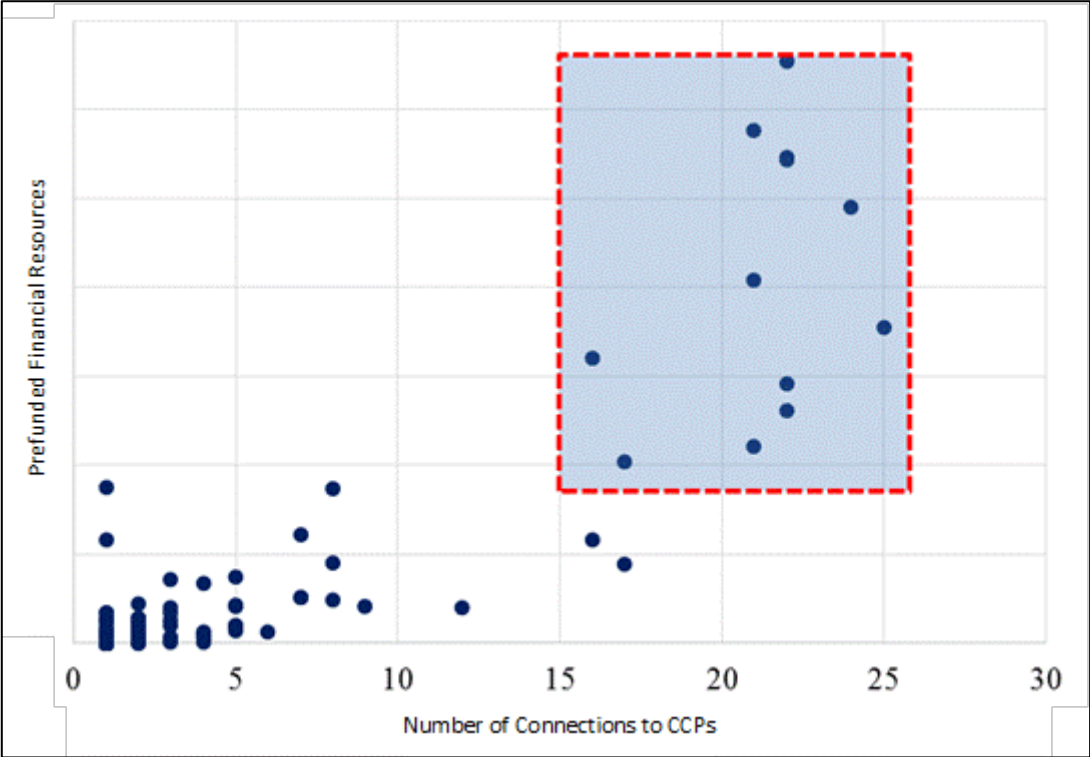
The study of interconnectedness can be enriched by looking at the number of CCPs that may be impacted by the default of a clearing member. Figure 7 shows the amount of prefunded financial resources provided by each financial institution in relation to the number of CCPs to

¹⁴ F Battiston, V Nicosia and V Latora. *Structural measures for multiplex networks*, March 2014.

¹⁵ CCPs (red triangles) are expected to have a high multiplex participation coefficient, as they are connected to multiple service providers on most layers of the network.

which it is connected. The chart shows that at least 16 of the 26 CCPs could be impacted by the default of any of the 11 largest clearing members (highlighted in the red rectangle). This suggests a high degree of interconnectedness among the central clearing system’s largest and most significant clearing members.¹⁶ Also, in those instances in which fewer than 16 CCPs are connected to a clearing member, the clearing members are characterised by a relatively low level of prefunded financial resources.¹⁷

Figure 7: Clearing members’ size and number of connections to CCPs



4. Interdependencies between CCPs and custodian and settlement banks

Custody and settlement service provisions are a critical service that CCPs require in order to ensure successful operation at all times. These services are often provided to multiple CCPs by a number of entities, which results in a complex network of relationships between CCPs and custody and settlement service providers. The analysis of custodian and settlement banks is grouped because the services provided by custodian and settlement banks are of a similar nature. It is important to note, however, that the information on custodians (total amount of assets under custody) is a stock variable while the data on settlement banks (total amount of settlement flows) is a single-day flow variable. Hence, the impact of disruptions to these

¹⁶ It should be noted that aggregation of clearing members across distinct clearing services and within corporate groups for the purposes of this analysis may obscure barriers between clearing services or between affiliated entities that serve to limit contagion and so may bias results in favour of observing a greater degree of interconnectedness. Similarly, diversity of exposures (e.g. unrelated product classes) and the possibility of offsetting exposures across CCPs clearing related products means the interconnectedness in this context does not imply a measure of risk.

¹⁷ This analysis was not performed on the 2016 data.

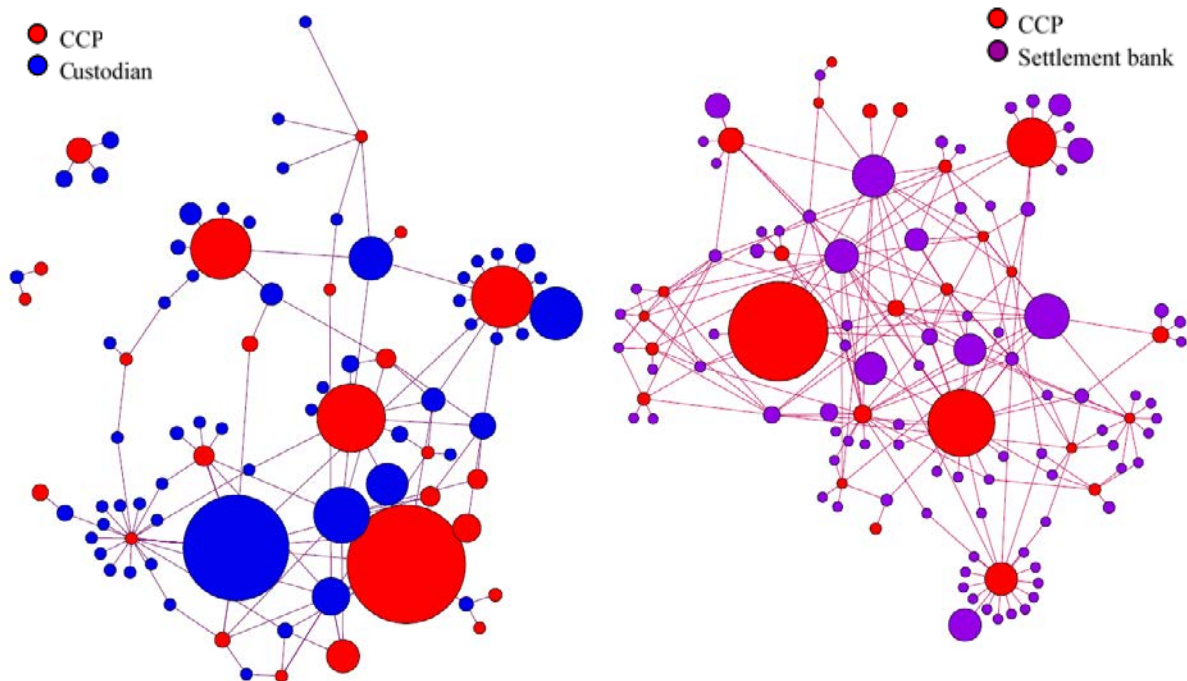
services is fundamentally different. Custodians safeguard prefunded financial resources that have been provided to the CCP on behalf of the CCP's members and their clients. Such resources include initial margin and default fund contributions made by members. Settlement banks process collateral flows between CCPs and their members and their clients. As an example, variation margin payments that are made between CCPs and their members are processed through settlement banks. Settlement banks also assist in processing movements of funds and securities for cash market transactions. Central banks that provide settlement services for CCPs were included in this analysis.

Figure 8 presents the CCP-custodian (left-hand chart) and CCP-settlement bank (right-hand chart) networks. The size of each CCP (red node) represents the total amount of assets that were held in custody with all the custodians that service the CCP. The size of each custodian (blue node) represents the total amount of assets under custody across all CCPs that it serves, and the size of each settlement bank (purple node) represents the total amount of settlement flows from all settlement banks servicing a given CCP.

CCPs vary substantially in the number of custodians used. For example, the CCP in the lower-left of the network chart utilises 16 different custodians (15 in 2016) while the largest CCP in the network, depicted in the lower-right of the graph uses a few relatively large custodians. Meanwhile another large CCP, depicted in the upper-right of the graph, uses 11 smaller (eight in 2016) and two larger custodians. In general, the CCP-custodian network is characterised by a small number of relatively large custodians (in terms of total assets under custody) that maintain a large number of connections to various CCPs and a number of smaller custodians that maintain relationships with one or only a handful of CCPs. This is similar to the findings from the 2016 exercise.

Meanwhile, consistent with the 2016 exercise, there are some CCPs that maintain relationships with a small number of settlement banks, while other CCPs maintain relationships with a large number of settlement banks. The CCP-settlement bank network shows some similarity to the CCP-custodian network. The network is characterised by a small number of relatively large settlement banks (in terms of flows) and a large number of smaller settlement banks.

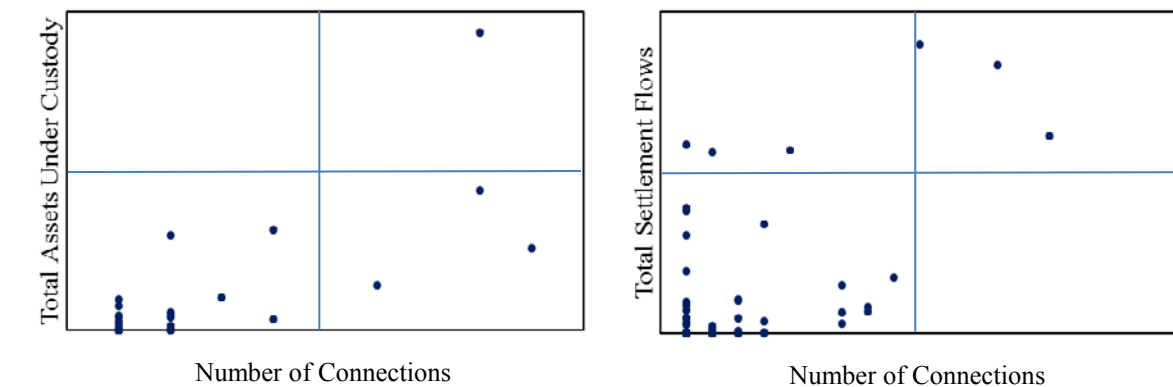
Figure 8: CCP-custodian (left) and CCP-settlement bank (right) networks



Another way of analysing the interconnections between CCPs and custodians and settlement banks is to measure the link between size and connectedness of entities providing those services to CCPs, which is depicted in Figure 9. Once again, size is measured by total assets held in custody in the left panel and by total settlement flows in the right panel. Connectedness is measured by degree of centrality in both panels. Each blue node represents an entity. The nodes in the upper-right of each scatterplot correspond to entities that are both large and well-connected, while those closer to the origin are small and peripheral. Thus, one can imagine the graph divided into four quadrants with “small” and “large” running along the vertical axis and “peripheral” and “connected” running along the horizontal axis.

These charts support what is depicted in the above network charts. In the left-hand panel, the figure reveals that there is one large (upper right quadrant) and three smaller (lower right quadrant) custodians that are well connected, with the vast majority being relatively small and peripheral (bottom left quadrant). For settlement provisions (right-hand panel), there are three relatively large settlement providers (upper right quadrant) that are well connected and three large settlement providers (upper left quadrant) that are peripheral; the vast majority of settlement service providers are small and peripheral (bottom left quadrant).

Figure 9: Size and degree centrality of custodian (left) and settlement providers (right)



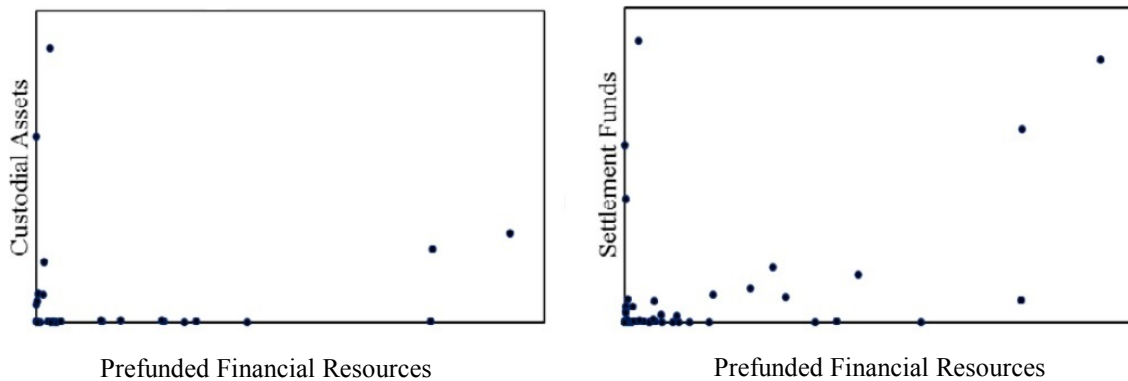
4.1 Interconnections between clearing members and providers of custodian and settlement services

A number of entities that provide custodian and settlement services to CCPs are also clearing members. As shown in Figure 1, there are 29 custodians and 59 settlement banks that are also clearing members. Accordingly, the distress of a clearing member could also impact the provision of critical custodial and settlement services to the central clearing system. Figure 10, however, suggests that there is no strong relationship between clearing member size (as measured by prefunded financial resources) with assets held in custody or with settlement flows. These scatterplots analyse the 29 clearing members that also provide custodial services (left hand chart) and the 59 clearing members that also provide settlement services (right hand chart).

The scatterplot of custodian services (left hand chart), shows on the horizontal axis the total prefunded financial resources provided by each clearing member to all CCPs, and on the vertical axis, the total amount of assets held in custody by that member (or an affiliate) for all CCPs. While a few large members are relatively large providers of custodian services (such as the clearing member pictured at the far right of the horizontal axis), there appears to be no strong and systematic link between being a large clearing member and a large provider of custody services.

The graph on the right shows a similar scatterplot except the vertical axis reflects the total settlement flows handled by settlement banks across all CCPs covered in the data collection. There are a few relatively large clearing members that are also significant providers of settlement services, as reflected at the far right of the horizontal axis. Although there seems to be a relationship between clearing member size and the provision of settlement services at the extreme, the relationship is relatively weak and driven by one or two observations.

Figure 10: Interconnections between clearing members and custodians (left) and settlement services providers (right)



5. Interdependencies between CCPs and liquidity and credit providers

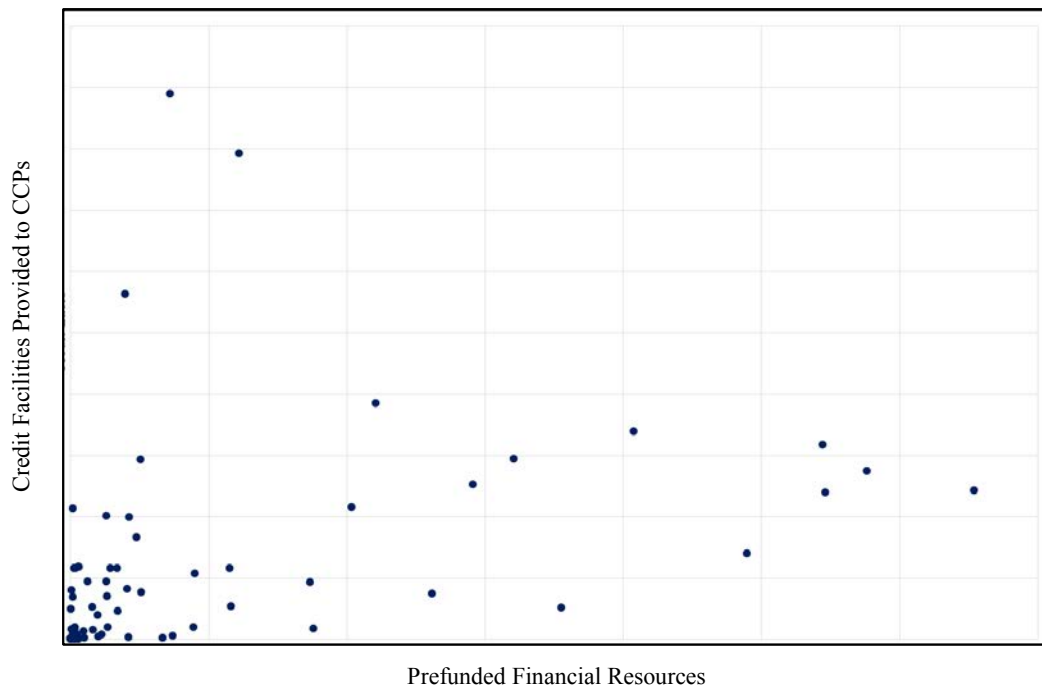
The relationships between CCPs and their credit and liquidity providers are an important source of interdependencies in the central clearing system. CCPs make use of longer term credit/liquidity lines and may make use of intraday liquidity/ settlement lines. These services facilitate the operation of a CCP, and in certain situations a CCP might need to draw on liquidity or credit facilities to deal with the default or financial distress of a clearing member. Credit and liquidity service providers often provide these services to more than one CCP. In this section, the relationships between CCPs, intraday liquidity and settlement line providers ('intraday liquidity providers') and providers of longer term credit and liquidity facilities ('credit providers') are mapped and analysed.

5.1 Interconnectedness between credit providers and clearing members

Figure 11 shows a scatterplot of total prefunded financial resources provided by each clearing member to all CCPs on the horizontal axis and the total amount of credit facilities provided to all CCPs on the vertical axis. Figure 11 includes the 82 clearing members that are also credit providers (or affiliates of credit providers), and excludes all other clearing members that are not credit providers and all other credit providers that are not clearing members. Accordingly, the figure reports credit lines provided by only a subset of credit line providers in the SGCCI study.

The scatterplot suggests that there is a general tendency for clearing members that are large through the entire clearing system, in terms of prefunded financial resources contributed to CCPs, to provide more credit to CCPs through credit facilities. As with the 2016 data collection, it is worth noting that there are a few entities that provide large amounts to CCPs through credit facilities that are or are affiliated with relatively small clearing members in the central clearing system. This can be seen by observing points clustered the northwest quadrant of the figure.

Figure 11: Clearing membership and credit facilities



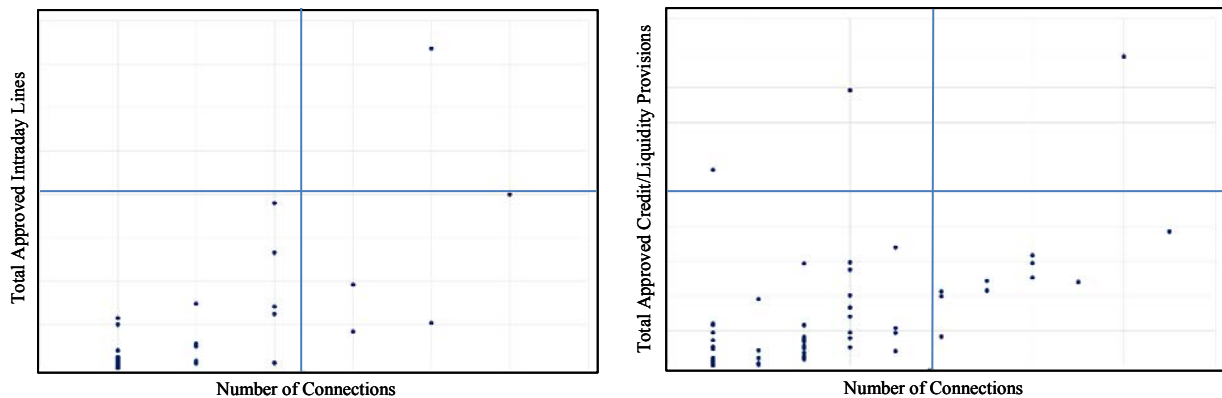
5.2 Interconnections between CCPs and intraday liquidity and term credit providers

Another means of assessing the degree of interdependence between credit and liquidity providers and CCPs is to consider the propensity of large credit and liquidity providers to be connected to many CCPs.

Figure 12 plots the aggregate level of intraday liquidity/settlement lines (left-hand chart) and approved term credit facilities by each entity providing credit facility resources (right-hand chart) against the number of CCPs to which it provides term credit (i.e. the degree of centrality of that institution within the credit facility network). Nodes in the upper-right of the scatterplot correspond to liquidity and credit providers that are both large and well-connected, while those closer to the origin are small and peripheral. Thus, similar to Figure 9, one can imagine the graph divided into four quadrants with “small” and “large” running along the vertical axis and “peripheral” and “connected” running along the horizontal axis.

Comparing the charts in Figure 12 suggests that there are a smaller number of intraday liquidity/settlement providers than term credit and liquidity providers, as depicted by the overall number of nodes in each chart. In addition, the scatterplots show that intraday liquidity/settlement line providers are generally less connected with CCPs than term credit and liquidity providers (comparing the right side quadrants). That is, while term credit and liquidity providers serve more CCPs than intraday liquidity providers, they also are generally smaller and more peripheral (i.e. are in the lower-left part of the figure).

Figure 12: Size and number of connections of approved intraday liquidity and settlement lines (left) and approved credit and liquidity providers (right)



6. Interdependencies between CCPs and investment service providers

CCPs rely on investment management services to safeguard and invest collateral assets held on behalf of their members. The provision of investment services is critical to the operation of CCPs and so understanding the interdependencies between investment service providers and CCPs is important. Data was also collected for third-party investment managers that facilitate CCPs' investments.

6.1 The CCP-investment service provider network

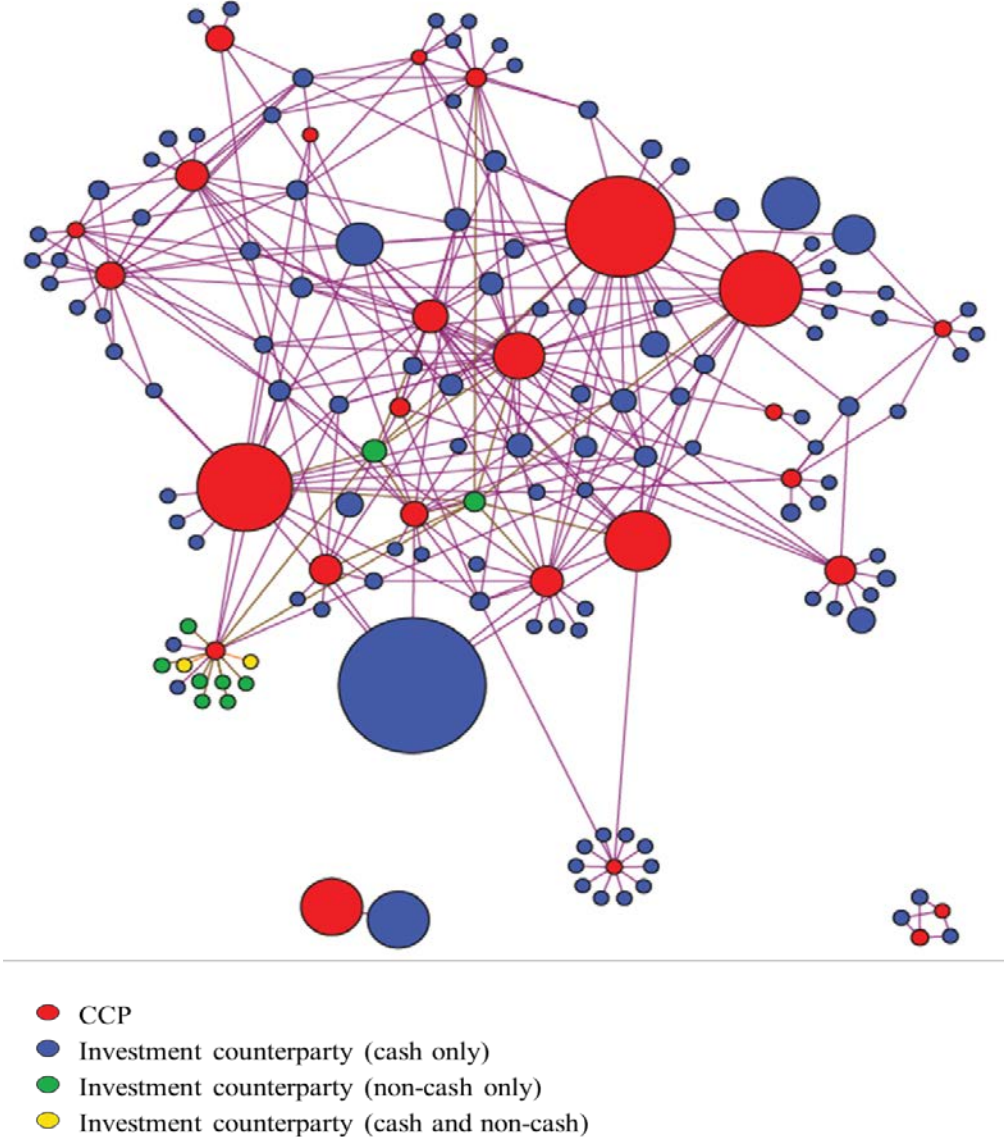
Figure 13 maps the network of CCPs and investment counterparties, and excludes third-party investment management relationships with CCPs. CCPs are depicted in red and investment counterparties are depicted in blue, yellow and green. The size of each CCP (red node) represents the total amount of assets that have been placed with all its investment counterparties. The size of each investment counterparty (blue, green and yellow nodes) represents the total amount of assets it has received from all CCPs in the network.

As observed in the 2016 exercise, the network graph shows that there is a core of CCPs and investment counterparties (including central banks) that are highly interconnected, and a periphery of smaller CCPs and investment counterparties that are less connected to other entities in the network. Moreover, among the CCPs in the centre of the network, a few are considerably larger than the other CCPs, measured in terms of assets placed with investment counterparties. The distribution of size among investment counterparties, when measured in terms of CCP assets invested, is relatively more uniform with the exception of one very large investment counterparty. Note that central banks could be included as investment counterparties in Figures 13 and 14.

In addition, as noted in the 2016 exercise, cash investment services (blue nodes) are used much more frequently by CCPs than non-cash investment services (green nodes). In fact, in 2017 only eight CCPs (seven in 2016) of the 26 CCPs surveyed reported a relationship with a non-cash investment counterparty. Interestingly, the chart also shows that in a number of cases large CCPs rely on a modest number of investment counterparties, while a few of the smaller CCPs use a large number of investment service providers. For example, one small CCP on the

south-west end of the network chart has relationships with 17 different investment counterparties (20 in 2016), while a relatively large CCP at the bottom of the network only uses one provider.

Figure 13: CCP-investment counterparty network

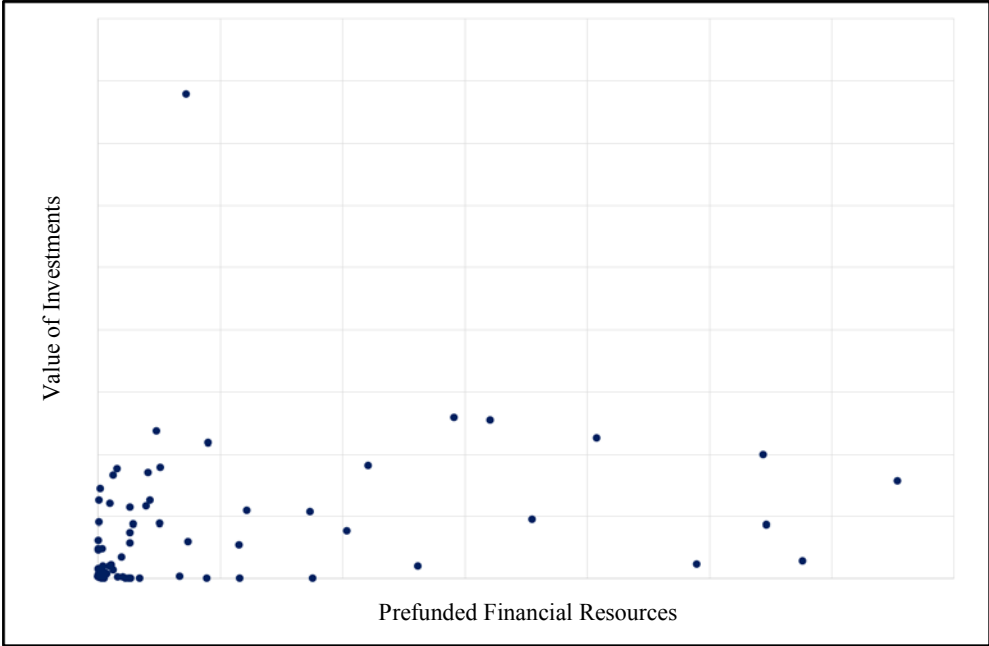


6.2 Interdependencies between investment counterparties and CCPs

It is important to recognise that many investment counterparties are also parts of groups that are also clearing members. Accordingly, the default or distress of a clearing member could create financial distress for one or more CCP’s investment counterparties. Figure 14 is a scatterplot of total prefunded financial resources provided by each clearing member to all CCPs on the horizontal axis and the total amount of assets under management from all CCPs for investment counterparties. The figure includes the 79 clearing members that are also investment counterparties, or affiliated with investment counterparties, and excludes all other clearing members that are not investment counterparties and all other investment counterparties that are not clearing members.

The figure supports the observations from the 2016 exercise, and shows that there is a tendency for clearing members that provide more prefunded financial resources to CCPs in aggregate to also provide investment services for a larger share of aggregate CCP assets. Moreover, as measured here, some relatively large investment counterparties are relatively small clearing members in the CCP network.

Figure 14: Interdependences between clearing members and investment counterparties



6.3 Impact of investment counterparty default on other CCPs

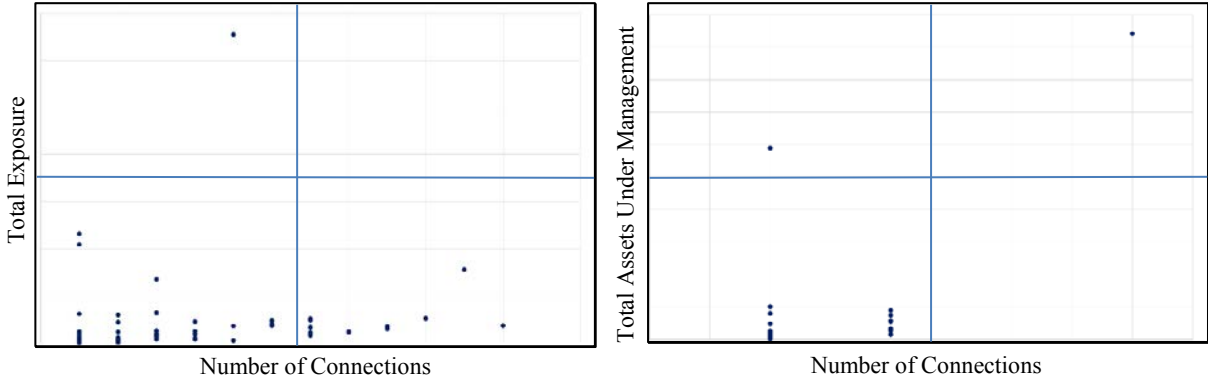
Given the degree of interconnectedness among investment service providers, the extent to which large investment service providers are shared across CCPs is analysed. One way to look at this is to compare the size of an investment provider to its level of connectedness with all 26 CCPs of the network. Figure 15 plots the aggregate level of AUM (vertical axis) by an investment counterparty and each third-party investment manager, against the number of CCPs to which it provides investment management services (i.e. its degree of centrality in the network). Nodes in the upper-right of the scatterplot correspond to third-party investment managers (right) or investment counterparties (left) that are both large and well-connected, while those closer to the origin are small and peripheral. Thus, similar to Figures 9 and 12, one can imagine the graph divided into four quadrants with “small” and “large” running along the vertical axis and “peripheral” and “connected” running along the horizontal axis.

Comparing the charts in Figure 15, CCPs seem to use a larger number of investment counterparties than third-party investment managers as depicted by the overall number of nodes in each chart.

The left-hand scatterplot shows that there are a relatively large number of small investment counterparties that are well connected to CCPs (bottom right quadrant), and one large investment counterparty that is somewhat connected to CCPs. The vast majority of investment counterparties, however, are small and on the periphery (bottom left quadrant).

Meanwhile, there is only one large third-party investment manager that is highly interconnected (upper right quadrant of the right-hand chart) and one relatively larger investment counterparty that is less connected to CCPs (upper left quadrant of the left hand chart), with the vast majority small and on the periphery (bottom left quadrant).

Figure 15: Size and number of connections of investment counterparties (left) and third-party investment managers (right) with CCPs



7. Conclusion

CCPs are an important part of the financial system. Their importance has grown significantly since the financial crisis and their importance is likely to grow over the coming years as central clearing continues to expand. Central clearing is intended to reduce the risk of contagion in financial markets, but it does not eliminate it. As part of the broader financial system, CCPs maintain a number of relationships with other financial institutions that either make use of services offered by the CCP or provide important services to the CCP that are necessary for its operation in both normal times and times of stress. It is also the case that several CCPs often maintain relationships with the same financial institutions which creates a complex network between multiple CCPs and the financial institutions with which they maintain relationships. Understanding this network on a broad and comprehensive scale is important for assessing the state of the central clearing system.

This report utilises a novel data set that contains comprehensive information about a global set of CCPs, their members and other critical service providers such as custodians and investment service providers to empirically map the resulting CCP network. The report attempts to shed light on the interdependencies between CCPs and different aspects of the financial system. The results indicate that there is a wide range of patterns in interconnectedness across the several networks that CCPs maintain with different types of financial entities (e.g. members, settlement banks, investment counterparties, and so on), and indirectly across different CCPs.

The results presented in this report are largely descriptive and do not account for feedback effects. Accordingly, it is not appropriate to draw any strong conclusions regarding the overall risk profile, adequacy of prefunded financial resources, or systemic risks posed based on these results. At the same time, the results in the report are useful for making comparative analyses

of different aspects of the central clearing system such as differences between the interdependencies in the CCP-clearing member network versus the CCP-custodian network.¹⁸

The data that has been collected and analysed in this report do provide valuable insight into the central clearing system at another point in time. When compared to the 2016 exercise, this report's findings appear qualitatively similar. Financial institutions and CCPs appear no more or no less interconnected in the different network layers than they were in 2016. The distribution of assets and flows across CCPs and other entities also generally do not appear to show substantial change. Taken together, this suggests network structures and interdependencies that have been relatively steady over the course of thirteen months.

In summary, the SGCCI has provided a global view of CCP interdependencies that provides the Committees with key baseline facts about the current state of the clearing network. In addition, it has developed analytical tools that may help future work streams that engage in similar analyses of central clearing, or attempt to describe other types of financial networks. Going forward, it could therefore be useful to explore the value of collecting such data through time to help track the evolution of the central clearing system.

¹⁸ It is also useful to distil the main features of the network into a small number of quantitative metrics that can be easily compared across different networks and across time for a given network. A set of standard, quantitative network metrics are presented in Annex E for the various networks considered in this report. These metrics complement the graphical evidence presented in the network graphs and could be used to systematically measure different network features across different networks and over time.

Annex A: Participating CCPs in the bespoke data collection

The SGCCI, in collaboration with national authorities, identified 26 CCPs to approach for its bespoke data collection effort. This list was drawn from a larger list of 46 CCPs that were included in other work streams on resiliency, recovery planning and resolvability.

CCP name	Jurisdiction
<i>Americas</i>	
B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão	Brazil
Asigna, Compensación y Liquidación	Mexico
Contraparte Central de Valores	Mexico
CME Group Inc.	US
DTCC – Fixed Income Clearing Corporation	US
DTCC – National Securities Clearing Corporation	US
ICE Clear Credit LLC	US
ICE Clear US	US
The Options Clearing Corporation	US
<i>Europe</i>	
LCH SA	France
Eurex Clearing AG	Germany
Cassa di Compensazione e Garanzia s.p.a.	Italy
European Central Counterparty NV	Netherlands
Nasdaq Clearing AB	Sweden
SIX x-clear AG	Switzerland
ICE Clear Europe Ltd	UK
LCH Ltd	UK
LME Clear Ltd	UK
<i>Asia-Pacific</i>	
ASX Clear (Futures) Pty Limited	Australia
ASX Clear Pty Limited	Australia
HKFE Clearing Corporation Limited	Hong Kong
Hong Kong Securities Clearing Company Limited	Hong Kong
Clearing Corporation of India Limited	India
Japan Securities Clearing Corporation	Japan
The Central Depository (Pte) Limited	Singapore
The Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited	Singapore

Annex B: Clearing services across the 26 CCPs

1. Base Metals
2. Cash Bonds and Repos
3. Cash Equities
4. Cash Equities and Listed Derivatives
5. Cash Equities, Derivatives, Securities Lending
6. Cash Equities, Equity Derivatives, ETFs
7. Cash Equity
8. Cash Securities
9. CCP Clearing of Trades in Collateralised Borrowing and Lending
10. CCP Clearing of Trades in Forex Spot
11. CCP Clearing of Trades in Rupee Derivatives
12. CDS
13. CDS
14. Commodities
15. Commodities
16. Commodities
17. Credit Default Swaps
18. Derivative products, on equity indexes, equities, currencies, interest rates, fixed income and commodities
19. Derivatives (Futures, Options, Swaps)
20. Electricity Derivatives
21. Equities
22. Equities, Equity-ETFs, Bonds
23. Equity derivatives, fixed income derivatives, interest rate derivatives, commodity derivatives, precious metal derivatives, FX derivatives, property futures, dividend futures, volatility futures, cash equities, bonds, OTC interest rate swaps
24. Exchange Traded Derivatives, OTC Commodities, OTC Financial Derivatives
25. Exchange Traded Single Stock and Index Options
26. Financial and Commodity Derivatives, Equities and Equities Derivatives, and Gold
27. Fixed Income/Stocks
28. Futures and Options on Energy, Financials and Softs
29. Futures and Options on Futures
30. FX derivatives
31. FX Forward
32. General Collateral Repo
33. Government bonds
34. GSD-Eligible Securities
35. Interest Rates, Equity Index, Agricultural Products, Energy Products, OTC IR Swaps, Index Swaps, Basis Swaps
36. IRS
37. JGB
38. Listed Cash Products
39. Listed Derivatives
40. MBSD-Eligible Securities
41. Non-Deliverable EM Currency Forwards
42. NSCC-Eligible Securities
43. Options, Futures, Securities Lending
44. OTC - IRS, OIS, VNS, Basis Swaps, FRAs, Inflation Swaps
45. OTC CDS
46. OTC IRS
47. Precious Metals
48. Primarily Futures and Options on Futures
49. Repurchase agreements
50. Retails and Wholesale Bond
51. Shares, Warrant, Convertible Bonds, ETF, ETC, Stock and Index Futures and Option

*Product descriptions are as provided by each CCP unless the description uses specific product names that would identify the identity of the CCP in which case a more general description is used.

Annex C: CCP clearing members by type of financial institutions and region¹⁹

CCP	Type of Institution									Region		
	G-SIFI	Non-G-SIFI	Bank	Broker-Dealer	Fund Manager	Central Bank	Govt	Non-Financial	Other	Americas	APAC	EMEA
1	11	45	44	3	7	0	1	0	0	6	44	6
2	29	17	35	6	0	0	0	1	0	6	24	16
3	22	21	37	3	0	0	0	0	1	11	4	28
4	18	20	33	3	0	0	0	1	0	7	1	30
5	13	26	36	2	0	0	0	0	1	5	0	34
6	17	13	23	5	0	0	0	1	0	15	3	12
7	14	52	26	0	1	0	2	31	2	5	2	59
8	12	15	24	3	0	0	0	0	0	16	0	11
9	16	10	23	1	0	0	0	2	0	7	3	16
10	19	18	27	6	1	0	2	1	0	21	7	9
11	12	10	16	3	0	0	0	3	0	8	5	9
12	10	28	26	4	0	0	0	1	0	0	1	37
13	10	13	14	7	0	0	0	0	0	8	9	6
14	11	8	17	2	0	0	0	0	0	6	6	7
15	10	14	18	6	0	0	0	0	0	5	13	6
16	13	11	17	6	0	0	0	0	0	13	0	11
17	13	10	20	3	0	0	0	0	0	14	1	8
18	14	9	21	2	0	0	0	0	0	5	9	9
19	13	2	15	0	0	0	0	0	0	7	1	7
20	2	5	5	2	0	0	0	0	0	5	0	2
21	7	17	10	14	0	0	0	0	0	18	1	5
22	12	13	21	2	0	0	0	0	0	7	0	18
23	16	10	26	0	0	0	0	0	0	5	1	20
24	13	11	17	4	1	0	0	0	0	17	1	6
25	5	4	7	2	0	0	0	0	0	2	2	5
26	4	4	7	1	0	0	0	0	0	3	2	3

¹⁹ Calculations performed at legal entity level rather than parent level.

Annex D: Quantitative network statistics

	Density		Degree Centralisation		Normalised Degree Centralisation		Single-Mode CCP Centralisation		Single-Mode Participant Centralisation	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016
Clearing members	0.093	0.091	0.206	0.196	0.910	0.911	0.158	0.155	0.897	0.896
Custodians	0.080	0.074	0.012	0.011	0.074	0.076	0.261	0.169	0.052	0.053
Settlement banks	0.093	0.089	0.022	0.012	0.174	0.164	0.199	0.116	0.142	0.131
System access	0.082	0.097	0.016	0.009	0.081	0.088	0.227	0.137	0.062	0.052
Intraday liquidity and settlement line providers	0.084	0.086	0.013	0.013	0.073	0.070	0.185	0.222	0.042	0.039
Credit and liquidity facilities	0.108	0.108	0.026	0.024	0.145	0.142	0.159	0.180	0.111	0.096
Third-party investment managers	0.138	0.144	0.004	0.003	0.039	0.039	0.416	0.311	0.010	0.013
Investment counterparties	0.098	0.094	0.031	0.030	0.171	0.207	0.127	0.119	0.150	0.175

Density	Measure of the proportion of the potential connections in a graph that are actual connections.
Degree centralisation	Network-wide measure for bipartite networks that shows the extent to which a network resembles the most centralised network that is theoretically possible for the same distribution of nodes, i.e. CCPs and participants, based on node degree. For this index, the centrality of a CCP is measured by the total number of participants the CCP is connected to, and the centrality of a participant is measured by the total number of CCPs the participant is connected to.
Normalised degree centralisation	Network-wide measure for bipartite networks that shows the extent to which a network resembles the most centralised network that is theoretically possible for the same distribution of nodes, i.e. CCPs and participants, based on normalised node degree. For this index, the centrality of a CCP is measured by the total number of participants the CCP is connected to normalised by the maximum possible number of CCP's connections, and the centrality of a participant is measured by the total number of CCPs the participant is connected to normalised by the maximum possible number of participant's connections.
Single-mode CCP centralisation	A measure for the set of all CCPs that shows the extent to which the distribution of CCP connections resembles the network with a distribution of CCP connections that result in the most centralised distribution that is theoretically possible for a given set of nodes. This measures shows how CCPs are central relative only to other CCPs.
Single-mode participant centralisation	A measure for the set of all participants that shows the extent to which the distribution of participant connections resembles the network with a distribution of participant connections that result in the most centralised distribution that is theoretically possible for a given set of nodes. This measures shows how participants are central relative only to other participants.

Annex E: Node importance in a multi-layered network²⁰

The overlapping degree o_i of a node i is the total number of i 's connections across all layers:

$$o_i = \sum_{l=1}^8 d_i^l$$

where l is the index for network layers and d_i^l is the number of i 's connections in layer l .

A Z-score is used to rank nodes by their overlapping degree:

$$z(o_i) = \frac{o_i - \bar{o}}{\sigma_o}$$

where \bar{o} is the mean overlapping degree in a multiplex network and σ_o is the corresponding standard deviation. The Z-score is what is plotted on the vertical axis of Figure 6.

Multiplex participation coefficient measures the heterogeneity of the number of neighbours of node i across the layers and is calculated according to:

$$p_i = \frac{7}{7-1} \left[1 - \frac{1}{o_i^2} \sum_{l=1}^7 (d_i^l)^2 \right]$$

This coefficient is plotted on the horizontal axis of Figure 6.

²⁰ F. Battiston, V. Nicosia and V. Latora. Structural measures for multiplex networks (17 March 2014). Available at <https://arxiv.org/pdf/1308.3182.pdf>.

Gruppe Deutsche Börse

Stellungnahme zum

„Gesetzesentwurf der Bundesregierung zur Einführung von Sondervorschriften für die Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien und zur Anpassung des Wertpapierhandelsgesetzes an die Unterrichts- und Nachweispflichten nach den Artikeln 4a und 10 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012“

Januar 2020

Stellungnahme

Die Gruppe Deutsche Börse begrüßt den Gesetzesentwurf der Bundesregierung zur Einführung von Sondervorschriften für die Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien (Central Counterparty – CCP) und die daraus resultierende Rechtssicherheit für die Sanierung und Abwicklung von CCPs ausdrücklich. Hiervon profitieren die Clearingteilnehmer, der Aufseher und der CCP selbst. Bisher werden diese Regeln im Sanierungs- und Abwicklungsgesetz (SAG) nicht spezifisch adressiert.

Stärkung von CCPs durch die neuen Vorschriften des SAG

Infolge der Finanzkrise haben die G20 im Jahr 2009 den Entschluss gefasst, für standardisierte OTC-Derivate ein verpflichtendes zentrales Clearing durch CCPs einzuführen. CCPs haben sich als Risikomanager der Finanzmärkte bewährt und tragen signifikant zur Transparenz auf den Finanzmärkten bei. Zwei Funktionen der CCPs, die einen wesentlichen Beitrag zur Finanzstabilität beitragen, sind hervorzuheben:

1. CCPs reduzieren das systemische Risiko – durch die neutrale und unabhängige Bewertung der Risiken der Teilnehmer, multilaterales Netting und dem Vorhalten geeigneter Sicherheiten für potenzielle Ausfälle; und
2. CCPs belassen die Kosten einer Finanzkrise innerhalb des CCP-Systems – potenzielle Verluste von Teilnehmern werden innerhalb des Systems vergemeinschaftet, um den Staat und die Bürger vor möglichen Rettungsmaßnahmen der öffentlichen Hand zu schützen.

Diese Funktionen wurden EU-weit durch die Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (European Markets Infrastructure Regulation – EMIR) festgelegt und gestärkt. Gleichsam hat sich in dieser Zeit auch die Bedeutung der CCPs stark erhöht. **Das zentrale Ziel der Regeln für die Sanierung und Abwicklung von CCPs sollte es sein, die durch EMIR geschaffene, sehr gut funktionierende Anreizstruktur fortzusetzen und zu stärken.**

Wir begrüßen, dass die vorgeschlagenen Vorschriften des Gesetzesentwurfs für die Sanierung und Abwicklung von CCPs diesen Überlegungen Rechnung tragen. Die Bestimmungen zu den Sanierungsplänen (§§ 152b – 152e), insbesondere die Verpflichtung solche aufzustellen, fördert die Resilienz der CCPs. Gleichzeitig bietet der Gesetzentwurf genügend Flexibilität, um auf gegebene Szenarien passend reagieren zu können. Die Instrumente der Abwicklungsbehörde (§§ 152i – 152l SAG) sind, den Empfehlungen des Financial Stability Boards folgend, flexibel ausgestaltet, was auch der Abwicklungsbehörde die Möglichkeit gibt, auf alle potenziellen Szenarien einer Finanzkrise zu reagieren. Die Bestimmungen in § 152m SAG berücksichtigen darüber hinaus das „No Creditor Worse Off (NCWO)–Prinzip“ und sehen damit sowohl für die Clearingteilnehmer, als auch die Abwicklungsbehörde einen wichtigen Schutzmechanismus vor.

Die neuen Sanierungs- und Abwicklungsvorschriften berücksichtigen die spezifischen Anforderungen von CCPs und stärken ihre Anreizstruktur. Sie stellen sicher, dass ihre Teilnehmer Verluste auffangen und zu finanzieller Stabilität zurückkehren können. Wir begrüßen diese Vorschriften deshalb ausdrücklich. Außerdem sind wir der Auffassung, dass diese mitgliedstaatliche Regelung einer – derzeit in Vorbereitung befindlichen – Regelung auf europäischer Ebene nicht widerspricht, sondern diese vorbereitend ergänzt. Schlussendlich würden wir es sehr begrüßen, wenn bezüglich des Fortschritts der

deutschen und der EU-Gesetzgebung ein sinnvolles Ineinandergreifen verfolgt wird, so dass unwirksame, kostenintensive und kurzweilige Implementierungsaufwände vermieden werden.

Marktzugang für Drittlandfirmen – Ausnahmen von der Erlaubnispflicht

Durch die im Gesetzesentwurf der Bundesregierung vorgesehene Neuregelung in § 32 Abs. 1a Satz 3 Nr. 4 KWG sollen Unternehmen aus Drittstaaten von der Erlaubnispflicht für das Eigengeschäft ausgenommen werden, sofern sie das Eigengeschäft als Mitglied einer Börse oder Teilnehmer eines Handelsplatzes betreiben. Wir begrüßen diesen Vorschlag, der den Beitrag dieser Marktteilnehmer für das ordnungsgemäße Funktionieren deutscher Märkte würdigt und eine wichtige Voraussetzung für die künftige Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland schafft.

Der Gesetzesentwurf begründet die Freistellung von der Erlaubnispflicht für das Eigengeschäft damit, dass Handelsteilnehmer einem Zulassungsverfahren und den von der Börse bzw. dem Handelsplatz kontrollierten Handelsregeln unterliegen, die ihrerseits unter staatlicher Aufsicht stehen. Bis zu einer EU-weit geltenden Zugangsregelung im Rahmen einer Gleichwertigkeitsentscheidung durch die Europäische Kommission bestehe kein Bedarf für eine gesonderte Aufsicht. Vielmehr unterstehen diese Drittlandfirmen der Börsenaufsicht sowie einer mittelbaren staatlichen Kontrolle.

Wir treten dafür ein, dass Handelsteilnehmer aus Drittstaaten über das Eigengeschäft hinaus auch für den Eigenhandel in Form des Market Making (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 lit. a KWG) von der Erlaubnispflicht ausgenommen werden.

Die Begründung des Gesetzesentwurfs zum Eigengeschäft ist auf Market Maker übertragbar: Auch diese Handelsteilnehmer unterliegen nach § 26 c BörsG einem Zulassungsverfahren und den von der Börse bzw. dem Handelsplatz kontrollierten Handelsregeln. Sie müssen über die allgemein geltenden Zulassungsvoraussetzungen und Handelsregeln hinaus sogar zusätzliche Anforderungen am jeweiligen Handelsplatz erfüllen.

Insbesondere enthält auch der Eigenhandel in Form des Market Making kein Dienstleistungselement, da er sich nicht zielgerichtet an bestimmte Kunden wendet. Daher wird dieser grenzüberschreitend aus einem Drittstaat betriebene Eigenhandel nicht im Sinne einer aktiv angebotenen Dienstleistung im Inland ausgeführt.

Dasselbe gilt auch für den Eigenhandel in Form des Hochfrequenzhandels (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 lit. d KWG). Auch Hochfrequenzhändler unterliegen neben den allgemeinen Anforderungen besonderen organisatorischen Pflichten, die ein Handelsplatz gemäß den Vorgaben der Delegierten Verordnung 2017/584 der Europäischen Kommission vom 14. Juli 2016 in seinen Bedingungen festlegen und regelmäßig überwachen muss. Hierzu zählen besondere Anforderungen an die Systeme der Teilnehmer.

Abschließend plädieren wir dafür, dass im Wortlaut des § 32 Abs. 1a Satz 3 Nr. 4 KWG ausdrücklich klargestellt werden sollte, dass das als Mitglied einer Börse betriebene Eigengeschäft in allen Finanzinstrumenten erfasst ist, um Unsicherheiten bei der Anwendung der neuen Ausnahme in Bezug auf Warenderivate, Emissionszertifikate bzw. Derivate auf Emissionszertifikate vorzubeugen. Dies würde auch der Intention des Gesetzesentwurfs der Bundesregierung entsprechen.

Schriftliche Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestags am 15. Januar 2020 zu einem Gesetzentwurf der Bundesregierung zur Einführung von Sondervorschriften für die Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien und zur Anpassung des Wertpapierhandelsgesetzes an die Unterrichts- und Nachweispflichten nach den Artikeln 4a und 10 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 - BT-Drs. 19/15665

1. Die Deutsche Bundesbank unterstützt das Ziel des Gesetzentwurfs, einen gesetzlichen Rahmen für die Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien zu schaffen. Zentrale Gegenparteien sind maßgebliche Akteure im Finanzsystem, deren Bedeutung nach der Finanzkrise durch die Einführung einer zentralen Clearingpflicht für eine Vielzahl von Finanzgeschäften zugenommen hat: Sie treten zwischen die Parteien der auf einem oder mehreren Märkten gehandelten Kontrakte und fungieren als Käufer für jeden Verkäufer bzw. als Verkäufer für jeden Käufer. Die Forderungen der zentralen Gegenparteien aus Ausfallrisiken der beteiligten Parteien sind dabei gegenüber ihren Teilnehmern besichert. Durch die Einschaltung zentraler Gegenparteien und die Besicherung ihrer Forderungen soll gewährleistet werden, dass Finanzgeschäfte auch im Fall des Ausfalls einer der Vertragsparteien erfüllt werden. Obwohl das Aufsichtsregime (EMIR¹) für zentrale Gegenparteien in den letzten Jahren mehrfach angepasst wurde, bestehen nach wie vor keine Regelungen für den Umgang mit einer nachhaltigen Schieflage einer zentralen Gegenpartei. Die gesetzlichen Vorgaben bezwecken daher, dass zentrale Gegenparteien finanzielle Notlagen überwinden bzw. kritische Funktionen auch in Krisenfällen aufrechterhalten können und tragen damit zur Finanzstabilität bei. Diese Zielsetzung entspricht auch den Empfehlungen des Financial Stability Boards² bezüglich der Schaffung von Sanierungs- und Abwicklungsregimes für zentrale Gegenparteien.

Der nationale Gesetzentwurf überbrückt den Zeitraum bis zum Inkrafttreten einer unionsrechtlichen Verordnung für die Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien. Der entsprechende Verordnungsentwurf, der auf einem Vorschlag der EU-Kommission aus dem Jahr 2016 beruht, wird zwar demnächst Gegenstand von Trilogverhandlungen sein; ein Beschluss über eine Verordnung ist derzeit aber noch nicht absehbar. Zudem würden die europäischen Regelungen nach dem derzeitigen Stand der Allgemeinen Ausrichtung des Rates erst 24 Monate nach Inkrafttreten der Verordnung Anwendung finden.

¹ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister

² Vgl. insb. FSB Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, October 2011; Guidance on Central Counterparty Resolution and Resolution Planning, July 2017. Mitglieder im Financial Stability Board sind Notenbanken, Finanzministerien und Aufsichtsbehörden aus den G20-Ländern sowie Hongkong, den Niederlanden, Spanien, Singapur und der Schweiz, die Europäische Zentralbank, die Europäische Kommission sowie alle an der globalen Finanzstabilitätsanalyse und Regulierungsdiskussion maßgeblich beteiligten Gremien und Organisationen.

2. Der Gesetzentwurf der Bundesregierung berücksichtigt bereits Elemente des europäischen Verordnungsentwurfs, indem er beispielsweise das Konzept für Anforderungen an die Sanierungs- und Abwicklungspläne sowie für besondere Abwicklungsinstrumente übernimmt. Dennoch wird die spätere Verabschiedung des europäischen Verordnungsentwurfs Auswirkungen auf die deutschen zentralen Gegenparteien, Clearingmitglieder und deren Kunden haben. Diese Auswirkungen gehen auch darauf zurück, dass der nationale Gesetzgeber bei der Schaffung von Sondervorschriften für die Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien Restriktionen unterworfen ist. Dies gilt für den Fall, dass eine zentrale Gegenpartei gleichzeitig über eine Erlaubnis als Einlagenkreditinstitut (CRR-Kreditinstitut³, CRR-KI) verfügt. Für eine solche als CRR-KI zugelassene zentrale Gegenpartei (derzeit die Eurex Clearing AG) gelten zunächst zwingend die Regelungen für die Sanierung und Abwicklung von CRR-KI, die nicht den geschäftstypischen Besonderheiten der zentralen Gegenparteien Rechnung tragen können. Diese ergeben sich aus dem Sanierungs- und Abwicklungsgesetz (SAG) als Umsetzung der BRRD⁴ sowie der unmittelbar geltenden SRM-VO⁵. Da die europäischen Vorschriften keine Sperrwirkung entfalten, besteht zwar für den deutschen Gesetzgeber grundsätzlich die Möglichkeit, diese Regelungen zu ergänzen. Aufgrund des vorrangigen europäischen Rechts ist es dem deutschen Gesetzgeber jedoch verwehrt, diese Normen inhaltlich dergestalt abzuändern oder zu ergänzen, dass sie dem europäischen Recht widersprechen. Der nationale Gesetzgeber kann daher – anders als dies für das vom europäischen Gesetzgeber zu verabschiedende Regime vorgesehen ist – nicht bestimmen, dass die Vorschriften zur Sanierung und Abwicklung von CRR-KI für eine zentrale Gegenpartei, die auch als CRR-KI zugelassen ist, nicht gelten.

Eine vergleichbare Restriktion besteht im Fall einer zentralen Gegenpartei ohne CRR-KI-Lizenz (wie derzeit der European Commodity Clearing AG) nicht, da für diese bisher keine gesetzlichen Regelungen für die Sanierung und Abwicklung auf europäischer Ebene existieren, da sie vom Anwendungsbereich der BRRD und SRM-VO nicht erfasst ist. Dennoch wäre eine vollständig unterschiedliche regulatorische Behandlung von zentralen Gegenparteien mit und ohne Erlaubnis als CRR-KI angesichts der gesetzgeberischen Ziele, die kritischen Dienstleistungen einer zentralen Gegenpartei zu erhalten und die Finanzstabilität zu wahren, nur schwer zu begründen. Der Gesetzesentwurf sieht daher einheitliche Regelungen für zentrale Gegenparteien mit und ohne Erlaubnis als CRR-KI vor.

³ § 1 Abs. 3d KWG

⁴ Richtlinie 2014/59/EU vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012

⁵ Verordnung (EU) Nr. 806/2014 vom 15. Juli 2014 zur Festlegung einheitlicher Vorschriften und eines einheitlichen Verfahrens für die Abwicklung von Kreditinstituten und bestimmten Wertpapierfirmen im Rahmen eines einheitlichen Abwicklungsmechanismus und eines einheitlichen Abwicklungsfonds sowie zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 (SRM-VO)

Vor diesem Hintergrund weichen die ergänzenden nationalen Regelungen des vorliegenden Gesetzentwurfes in wenigen Punkten von den wesentlichen Regelungen des Entwurfs eines eigenständigen europäischen Regimes für zentrale Gegenparteien ab, etwa mit Blick auf die Einleitung des Abwicklungsverfahrens. Anders als z. B. nach der BRRD-Umsetzung in §§ 62 ff. SAG, die die Feststellung einer Bestandsgefährdung für eine Abwicklung voraussetzen, soll nach dem europäischen Entwurf eine Abwicklungsbehörde zusätzlich aus Gründen der Finanzstabilität zu einem Zeitpunkt in die Abwicklungsphase einer zentralen Gegenpartei eintreten können, in dem eine solche Bestandsgefährdung noch nicht eingetreten ist.

3. Mit Blick darauf, dass der Zeitpunkt der Anwendung einheitlicher europäischer Regelungen zur Abwicklung von CCPs derzeit weiterhin unklar ist, erscheint die nunmehr vorgesehene Einführung eines nationalen Regimes angemessen, um im Fall der Schieflage einer deutschen zentralen Gegenpartei kritische Funktionen aufrechterhalten und erhebliche Auswirkungen auf die Finanzstabilität vermeiden zu können.

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

Thomas Theobald, IMK¹

1 Kritische Würdigung

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

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

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

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

:

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

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

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

2 Abwicklungsinstrumente

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

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

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

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

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

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

3 Änderungen des Kapitalanlagegesetzbuchs

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

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

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

Literatur

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