

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XIX
Abkürzungsverzeichnis	XXI
 Einleitung.....	 1
<i>A. Problemstellung und Ziel der Arbeit</i>	1
<i>B. Gang der Untersuchung</i>	4
 Kapitel 1: Systemische Risiken und ihre Regulierung	 7
<i>A. Was sind systemische Risiken?</i>	7
I. Der Begriff des systemischen Risikos	8
1. Wortbedeutung	8
2. Bezug zum Finanzsystem	9
3. Abgrenzung zum Begriff des systematischen Risikos	9
4. Definitionsversuche	10
a) Systemisches Risiko und Finanzkrisen	10
b) Systemische Risiken betreffen Banken und Märkte	12
c) Folgen systemischer Risiken für die Realwirtschaft	15
5. Zwischenfazit	15
II. Analyserahmen	16
1. Systemische Ereignisse als Kernzelle von Finanzkrisen.....	16
2. Idiosynkratische, systematische und begrenzt systematische Schocks	18
III. Ansteckungseffekte.....	20
1. Ansteckungskanäle	20
a) Ansteckungseffekte durch vertragliche Beziehungen.....	21
aa) Theoretische Modelle stilisierter Netzwerke	25
bb) Simulationen komplexer, zufälliger Netzwerke.....	26
cc) Simulationen mit empirischen Daten.....	29

b) Ansteckungseffekte durch Information.....	32
c) Andere Ansteckungseffekte.....	35
d) Messung indirekter Ansteckungseffekte.....	36
2. Bedingungen, die Ansteckungseffekte im Finanzsystem begünstigen	36
II. Zusammenfassung.....	39
 <i>B. Wie sollte man systemische Risiken regulieren?.....</i>	 40
I. Die Notwendigkeit einer umfassenden Regulierungstheorie.....	40
II. Hypothetische Prinzipien für ein Systemrisikoschutzkonzept.....	43
 Kapitel 2: OTC-Derivate und systemische Risiken.....	 47
 <i>A. Derivative Finanzinstrumente – eine kurze Einführung.....</i>	 47
I. Begriff des Derivats	47
II. Arten von Derivaten.....	49
1. Systematisierung nach Basiswerten	49
a) Zinsderivate (Interest Rate Contracts)	49
b) Aktienderivate (Equity-Linked Contracts).....	51
c) Währungsderivate (Foreign Exchange Contracts).....	53
d) Warenderivate (Commodity Contracts)	54
e) Kreditderivate (Credit Derivatives)	54
2. Systematisierung nach Risikoprofil	56
3. Systematisierung nach Ort und Organisation des Handels	57
 <i>B. Vorteile des Einsatzes von Derivaten</i>	 59
I. Gründe für den Einsatz von Derivaten.....	59
1. Risikoabsicherung	60
2. Arbitrage	62
3. Spekulation.....	62
II. Gesamtwirtschaftlicher Nutzen derivativer Finanzinstrumente.....	66
 <i>C. Mit dem Einsatz von Derivaten verbundene Risiken.....</i>	 70
I. Marktrisiken.....	70
II. Gegenparteiausfallrisiken.....	71
III. Liquiditätsrisiken	73
IV. Operationelle Risiken.....	74
V. Rechtsrisiken.....	74
 <i>D. Ablauf einer bilateralen OTC-Derivatetransaktion</i>	 75

I. Pre-Trading-Phase: Abschluss eines Rahmenvertrags	76
1. Exkurs: Begriff und Erscheinungsformen des „Netting“	77
a) Begriff.....	77
b) Zahlungsvernetzung.....	80
c) Novationsnetting	81
d) Liquidationsnetting	83
2. Die gängigsten Rahmenverträge im Überblick.....	89
3. Weitere Maßnahmen zur Vorbereitung von Geschäftsabschlüssen	90
II. Trading (Matching)	91
III. Clearing	94
1. Trade Capture.....	94
2. Trade Verification und Confirmation	95
3. Risikomanagement	97
a) Netting	97
b) Sicherheiten	98
IV. Settlement	103
V. Zusammenfassung.....	104

E. Die Märkte für OTC-Derivate als Auslöser systemischer Risiken..... 105

I. Ansteckungseffekte über das Gegenparteiausfallrisiko.....	106
1. Risikoerhöhende Strukturmerkmale der OTC-Derivatemärkte.....	107
a) Hohe Marktkonzentration.....	107
b) Hohes Maß an Vernetzung	109
c) Unzureichende Besicherung von Risiken und Rehypothecation.....	109
2. Modellierung direkter Ansteckung in den OTC- Derivatemärkten	112
3. Empirische Evidenz.....	114
II. Intransparenz und Ansteckungseffekte durch Information.....	117

F. Zusammenfassung 119

**Kapitel 3: Zentrales Clearing von OTC-Derivaten unter
EMIR** 123

A. Die Entstehung von EMIR als Reaktion auf die Finanzkrise 2007– 2009.....	123
I. Freiwillige Maßnahmen der Derivateindustrie zur Verbesserung der Marktinfrastruktur	123

II. Die G20-Beschlüsse von Pittsburgh und ihre Umsetzung.....	124
<i>B. Überblick über den Regelungsinhalt von EMIR.....</i>	<i>130</i>
I. Anforderungen an Derivatekontrakte	131
1. Clearingpflicht.....	131
2. Risikomanagement bei nicht zentral geclearten OTC-Derivatekontrakten	132
3. Meldepflicht	134
II. Anforderungen an zentrale Gegenparteien	137
III. Anforderungen an Transaktionsregister.....	138
<i>C. EMIR und das zentrale Clearing von OTC-Derivaten</i>	<i>139</i>
I. Funktionsweise des Clearings unter Einschaltung einer zentralen Gegenpartei.....	139
1. Begriff und Funktion der zentralen Gegenpartei	139
2. Bestehende CCPs für das Clearing von OTC-Derivaten in Europa	143
3. Überblick über den Ablauf des Clearings.....	148
a) Beteiligte.....	148
b) Ablauf	151
c) Risikomanagement.....	154
aa) Multilaterales Netting	154
bb) Besicherung	159
(i) Variation Margin	159
(ii) Initial Margin.....	160
(iii) Segregation	161
(iv) Cross Margining	163
cc) Default-Management	164
(i) Übertragung und Abwicklung offener Positionen	164
(ii) Verteilung von Verlusten.....	166
4. Clearbare OTC-Derivate.....	169
II. Die Clearingpflicht nach EMIR.....	171
1. Persönlicher Anwendungsbereich	171
a) Finanzielle Gegenparteien	172
b) Nichtfinanzielle Gegenparteien	174
aa) Begriff.....	174
bb) Clearingpflicht	179
c) Geschäfte mit Vertragspartnern aus Drittstaaten.....	184
2. Sachlicher Anwendungsbereich.....	186
a) Begriff des OTC-Derivatekontrakts.....	186
b) Clearingpflichtige OTC-Derivatekategorien	190
aa) Bottom-Up-Approach	191

bb) Top-Down-Approach	193
cc) Ende der Clearingpflicht und Rückwirkung	194
dd) Öffentliche Bekanntmachung und Status quo	195
3. Ausnahme für Gruppengeschäfte	201
4. Durchführung	203
<i>D. Zusammenfassung und Bewertung</i>	<i>207</i>
 Kapitel 4: Das zentrale Clearing von OTC-Zinsderivaten durch die Eurex Clearing AG	 213
<i>A. Zulassung der Eurex Clearing AG zum Clearing von OTC- Zinsderivaten</i>	<i>213</i>
I. Zulassungsverfahren	214
II. Zulassungsvoraussetzungen	215
III. Zulassung der Eurex Clearing AG gemäß Art. 14 EMIR	219
<i>B. Clearingmodelle</i>	<i>220</i>
<i>C. Beteiligte</i>	<i>221</i>
<i>D. Pre-Trading-Phase</i>	<i>222</i>
I. Eigentransaktion zweier CMs	223
1. Clearingvereinbarung	223
2. Clearinglizenz	225
a) Regulatorische Vorgaben der EMIR	226
b) Voraussetzungen für die Erteilung nach den CB-Eurex	226
3. Rahmenvereinbarung für das ursprüngliche OTC-Geschäft	228
4. Vertragsstruktur	231
II. Kundentransaktion	231
1. Executing Broker-Modell	232
2. Unmittelbares Clearing	235
III. RK-bezogene Transaktion	236
<i>E. Trading und Übertragung auf die CCP</i>	<i>240</i>
I. Eigentransaktion zweier CMs	240
1. Ablauf nach den CB-Eurex	240
a) Übermittlung an die Eurex	241
b) Prüfung der Clearing-Voraussetzungen	241
c) Der „Novationsvorgang“	243

2. Rechtliche Einordnung	243
a) Abstrakte Novation vs. Parteiwechsel	244
b) Eigener Lösungsvorschlag für die aktuellen CB-Eurex.....	249
II. Kundentransaktion	255
1. Ablauf nach den CB-Eurex	255
2. Rechtliche Einordnung	255
III. RK-bezogene Transaktion.....	257
1. Ablauf nach den CB-Eurex	257
2. Rechtliche Einordnung	258
<i>F. Zwischenfazit</i>	<i>260</i>
<i>G. Risikomanagement</i>	<i>262</i>
I. Kontentrennung	263
1. Regulatorische Vorgaben der EMIR	263
a) Umsetzung durch die Eurex Clearing AG.....	264
b) Interne Konten	264
c) Grundlagenvereinbarungen	265
d) Externe Geld- und Wertpapierdepotkonten.....	266
e) Kontenstruktur	267
II. Netting	269
1. Regulatorische Vorgaben der EMIR	270
2. Zahlungsnetting	271
a) Aufrechnung von Geldforderungen	271
b) Zulässigkeit des kontenübergreifenden Zahlungsnettings	273
c) Aufrechnung weiterer Forderungen	275
3. Novationsnetting.....	276
a) Ablauf nach den CB-Eurex.....	276
b) Rechtliche Einordnung	281
c) Besonderheiten bei RK-bezogenen Transaktionen und Kundentransaktionen.....	284
4. Liquidationsnetting.....	284
5. Zwischenergebnis	285
III. Besicherung	286
1. Regulatorische Vorgaben der EMIR	286
a) Initial Margin	286
b) Tagesaktuelle Bewertung und Variation Margin.....	289
c) Verhinderung prozyklischer Wirkungen	290
d) Anforderungen an Marginmodelle und Stellungnahme des Kollegiums.....	291
e) Besicherung von Portfolien	292
f) Anforderungen an Sicherheiten	293

g) Verwendung der gehaltenen Sicherheiten.....	293
h) Überprüfung der Modelle und Stresstests	296
2. Die Umsetzung im Grund-Clearingmodell der Eurex für OTC-Zinsderivate.....	297
a) Die Initial Margin-Verpflichtung.....	297
b) Die Variation Margin-Verpflichtung	300
c) Weitergabe der Margin-Verpflichtungen an Kunden	301
d) Bestellung der Marginsicherheiten	302
e) Margin Calls	306
f) Rückgabe der Marginsicherheiten	307
g) Verwendung der gehaltenen Sicherheiten.....	308
3. Zwischenergebnis	309
IV. Default-Management.....	310
1. Übertragung und Abwicklung offener Positionen	311
a) Regulatorische Vorgaben der EMIR.....	311
b) Die Umsetzung im Grund-Clearingmodell der Eurex	313
aa) Beginn des Default-Management-Prozesses.....	313
bb) Aussetzung des Clearings und Beendigung der Transaktionen	316
cc) Porting von Kundenpositionen	318
dd) Einberufung des Default-Management Committee.....	327
ee) Macro-Hedging	327
ff) Auktion	328
gg) Freihändige Transaktionen.....	330
hh) Liquidationsnetting	331
ii) Endgültige Bereinigung	333
2. Verteilung der verbleibenden Verluste.....	335
a) Regulatorische Vorgaben der EMIR.....	335
aa) Ausfallfonds	335
bb) Eigenmittel der CCP	337
cc) Wasserfallprinzip	338
b) Die Umsetzung im Grund-Clearingmodell der Eurex	339
aa) Beiträge zum Clearing-Fonds.....	339
bb) Eigenmittel der Eurex	340
cc) Verlustwasserfall	341
3. Zwischenergebnis	344
V. Insolvenzrechtliche Beurteilung des Risikomanagements	348
1. Verhältnis von CM zu CCP	348
a) Anwendbares Insolvenzrecht.....	348
b) Die Notwendigkeit einer insolvenzrechtlichen Privilegierung von CCPs	355
c) Entwurf eines neuen § 104a InsO-E	359
d) Die Vorgaben der Art. 39 Abs. 2, 3 und Art. 48 EMIR.....	360

e) Der neue Art. 102b EGInsO	363
aa) Porting von Kundenpositionen	363
bb) Abwicklung der übrigen Positionen	364
cc) Bewertung des Art. 102b EGInsO	370
2. Verhältnis von CM zum Kunden	374
3. Zwischenergebnis	374
<i>H. Settlement</i>	376
<i>I. Kosten des Clearings</i>	376
<i>J. Fazit</i>	376
 Kapitel 5: Bewertung und Ausblick	379
<i>A. Bewertung der Clearingpflicht</i>	379
I. Positive Effekte des zentralen Clearings	379
1. Verhinderung direkter Ansteckungseffekte	380
a) Reduktion des Gegenparteiausfallrisikos	380
b) Das Problem der Nettingeffizienz: multilaterales versus bilaterales Netting	381
aa) Modelle zur Nettingeffizienz	384
bb) Ausbreitung von Liquiditätsschocks in Abhängigkeit von zentralem Clearing	387
cc) Schlussfolgerungen für die Bewertung der Clearingpflicht unter EMIR	389
c) Besseres Management des Gegenparteiausfallrisikos	391
d) Geordnete Abwicklung von CM-Ausfällen und Vergemeinschaftung von Verlusten	392
2. Verbesserung der Transparenz, Verhinderung informationeller Ansteckungseffekte	395
II. Risiken und Kosten des zentralen Clearings	396
1. Die Gefahr des Ausfalls einer CCP	396
2. Zentrales Clearing als Verstärker anderer Schocks	399
3. Kosten des zentralen Clearings	401
 <i>B. Weiterentwicklung und Ausblick</i>	402
I. Optimales Marktdesign zur Erhöhung der Nettingeffizienz	402
II. Europäisches Regime zur Sanierung und Abwicklung für Financial Market Infrastructures (FMIs)	407

III. Der Einfluss von MiFID II und MiFIR auf das zentrale Clearing von OTC-Derivaten.....	410
<i>C. Fazit</i>	412
Kapitel 6: Synthese.....	415
Literaturverzeichnis.....	425
Sachregister.....	451