



**weed**

**Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung**  
**World Economy, Ecology & Development**

## **Stellungnahme**

### **für die öffentliche Anhörung des Finanzausschusses zum Ausführungsgesetz zur Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC- Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR- AusführungsG) am 26.11.2012**

#### **1. Über WEED**

WEED ist ein gemeinnütziger Verein und arbeitet im Rahmen eines von der EU mit-finanzierten Projektes zu den Folgen der laufenden Finanzreformen für eine nachhaltige Entwicklung. Ein Schwerpunkt ist dabei der Rohstoffderivatemarkt. Die Entstehung und Verabschiedung der EMIR hat WEED in einigen Punkten intensiv begleitet.

#### **2. Allgemeine Anmerkungen zur EMIR**

##### **a. Zentrale Gegenparteien und Derivate bergen Risiken**

Die Abwicklung von OTC-Derivaten über zentrale Gegenparteien (CCP) zählt zu den am breitesten unterstützten Reformen des Finanzsystems als Lehre aus der Finanzkrise. Allerdings darf nicht übersehen werden, dass auch die zentrale Abwicklung die mit OTC-Derivaten verbundenen Risiken nicht aus der Welt schaffen kann. Das Risiko des Ausfalls einer Gegenpartei wird zwar beseitigt, aber dafür werden neue Risiken geschaffen, zunächst das Liquiditätsrisiko hinsichtlich der Einschusszahlungen für die Clearingteilnehmer. Dass dieses Risiko nicht zu unterschätzen ist, zeigen Warnungen wie die von Satyajit Das, einem global anerkannten Derivate-Experten.<sup>1</sup> Satyajit Das erwähnt, dass AIG 2008 nach einer Rating-Herabstufung einen Nachschuss von rund 18 Milliarden US-Dollar zu leisten hatte, was zum Kollaps von AIG beitrug. Er weist auch auf das zweite, noch viel größere Risiko hin: „The CCP is designed to reduce systemic risk but in reality, the CCP may become a node of concentration. The CCP is the ultimate case of ‘too big to fail’“. Das Risiko des Ausfalls einer kompletten zentralen Gegenpartei macht sie zu den neuen „Too big to fail“-Institutionen, welche die heutigen Probleme mit den Banken eines Tages gering erscheinen lassen könnten. So ein Ausfall ereignete sich auch schon, 1987 in Hongkong.<sup>2</sup> In den USA gibt es inzwischen zwei

<sup>1</sup> Siehe z.B. Das, Satyajit (2011): Central Counterparty Tranquillizer Solutions, 03.11.2011, <http://www.nakedcapitalism.com/2011/11/satyajit-das-central-counter-party-tranquilliser-solutions.html>. Das hat u.a. mehrere Standardwerke zu Derivaten verfasst, z.B. "Derivative Products and Pricing: The Swaps & Financial Derivatives Library". Ähnlich auch Filighera, Michael: Clearing Houses: 'Too Big To Fail, On Steroids', Seeking Alpha, 30.04.2012, <http://seekingalpha.com/article/542161-clearing-houses-too-big-to-fail-on-steroids>.

<sup>2</sup> Siehe „All clear? – Clearing-houses are meant to solve problems in derivatives markets. They create them, too“, The Economist, 07.04.2012, <http://www.economist.com/node/21552209>. Der Artikel folgt im Übrigen Satyajit Das in der kritischen Einschätzung des Problems.

offiziell als systemrelevant anerkannte Clearinghäuser.<sup>3</sup> Zu diesen Problemen kommen noch weitere wie Interessenkonflikte durch das Eigentum an den Clearinghäusern (vornehmlich eine kleine Gruppe von Großbanken) oder auch schädlicher Wettbewerb zwischen Clearinghäusern um die niedrigsten Einschusszahlungen.<sup>4</sup> **Vor diesem Hintergrund sind alle Vorschriften der EMIR und in Ausführungsgesetzen zu begrüßen, die für eine hohe Absicherung der CCP – in erster Linie durch die Marktteilnehmer – sorgen, und sollten von Deutschland eher übertroffen als auf Minimalniveau umgesetzt werden.**

Die Vorbehalte gegenüber dem zentralen Clearing sollen dieses nicht völlig infrage stellen oder gar als Plädoyer für reine OTC-Derivate verstanden werden. Es zeigt sich vielmehr, dass es keinen Königsweg mehr gibt, sobald man sich einmal auf die massenhafte Nutzung von Derivaten eingelassen hat. Letztlich bleibt es immer dabei, dass das heute bestehende komplexe Netz von (OTC-)Derivaten immer mit viel mehr Risiken behaftet ist, als viele Wirtschaftswissenschaftler und Marktteilnehmer zugestehen wollen. Schon die Existenz dieser komplexen und oft spekulativen Finanzierungs- und Absicherungsinstrumente ist ein Zeichen von systemischer Instabilität. Wie sich beim seit der Krise wieder zu Ehren gekommenen US-Ökonom Hyman P. Minsky nachlesen lässt, sind komplexe Finanzierungsstrukturen immer auch ein Indiz für krisenhafte Entwicklungen im Kapitalismus.<sup>5</sup> Auch Satyajit Das spricht im oben zitierten Artikel vom fundamentalen Problem des „chronic and systematic under pricing of counterparty risk in financial markets“. **Bundesregierung und Bundestag sollten deshalb grundsätzlich prüfen, ob die Nutzung von (OTC-) Derivaten, auch und gerade durch nicht-finanzielle Unternehmen, nicht insgesamt eingeschränkt werden muss.**

#### **b. Rohstoffe verdienen besondere Aufmerksamkeit**

Rohstoffmärkte sind in den letzten Jahren, insbesondere in den USA, massiv vom Handel mit OTC-Derivaten erfasst worden. Ein wichtiger Grund dafür war der Commodity Futures Modernization Act (CFMA) im Jahr 2000 in den USA, der OTC-Derivate rechtssicher machte und zugleich im Bereich Energie von der Aufsicht befreite. Das trug unter anderem bei zur Pleite des größten US-Energiekonzerns Enron<sup>6</sup> – wohlgemerkt eine nicht-finanzielle Gegenpartei – und zu den Schwankungen der Terminpreise für Öl und andere Rohstoffe in den letzten Jahren. Deshalb strebt der Dodd-Frank-Act zu Recht in vielen Bereichen eine Re-Regulierung und lückenlose Erfassung der OTC-Derivate- bzw. Swap-Märkte an, die nun gerade von den Behörden umgesetzt wird. **Die EU sollte aus den US-Erfahrungen lernen und nicht die gleichen Fehler bei der Regulierung begehen.**

Im Rohstoffbereich, aber nicht nur dort natürlich, herrscht keine Klarheit über die genaue Relevanz von OTC-Geschäften. Die Zahlen der Bank für internationalen Zahlungsausgleich bieten wohl eher einen Anhaltspunkt als Sicherheit. Die US-Aufsicht CFTC gestand in der Vergangenheit ein, den Umfang nicht genau zu kennen und musste sich auf Schätzungen verlassen. Ähnliche Erfahrungen haben wir selbst im Gespräch mit Marktteilnehmern gemacht. **Insofern wäre umfassende Transparenz die erste Voraussetzung, um den Markt überhaupt überblicken und dann auch angemessen regulieren zu können.**

<sup>3</sup> Dies gilt zumindest für die ICE und die CME, <http://www.bloomberg.com/news/2012-05-23/cme-ice-clearinghouses-designated-systemic-by-u-s-regulators.html>.

<sup>4</sup> Siehe Das, Satyajit: Central Counter Party Risk Taming, 31.10.2011, <http://www.nakedcapitalism.com/2011/10/satyajit-das-central-counter-party-risk-taming.html>

<sup>5</sup> Siehe z.B. Minsky, Hyman P.: Die Hypothese der finanziellen Instabilität. Kapitalistische Prozesse und das Verhalten der Wirtschaft. In: Instabilität und Kapitalismus. Zürich 2012.

<sup>6</sup> Siehe z.B. Portnoy, Frank: Enron and Derivatives. Testimony to the US Senate, 24.01.2002, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=302332](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302332): „Enron essentially was a derivatives trading firm, not an energy firm“.

### 3. Anmerkungen zum Gesetzesentwurf

#### a. Zusätzliche aufsichtsrechtliche Anforderungen ausweiten

In § 53g, h und l KWG-E stellt der Gesetzesentwurf zusätzliche Liquiditätsvorgaben, die über Art. 16 und 43 EMIR hinausgehen, ins Ermessen der Bundesanstalt. ***Im Interesse der Finanzstabilität regen wir an, diese Regelungen zu Soll-Vorgaben mit näheren Bestimmungen zu machen und zudem auf Vorgaben wie die Einschussforderungen (Art. 41 EMIR), den Ausfallfonds (Art. 42 EMIR) und andere zu erweitern. Die Bundesanstalt sollte hier noch stärker präventiv und nicht reaktiv agieren.***

#### b. De-Minimis-Schwelle nicht zu großzügig setzen

Die Schwelle in § 20 Abs. 1 WPG-E sollte auf keinen Fall zu hoch gesetzt werden. Das European Systemic Risk Board hat in seiner Stellungnahme für die technischen Standards der EU-Wertpapierbehörde ESMA<sup>7</sup> auf die verstärkte Finanzialisierung der Rohstoffmärkte hingewiesen und kommt zu dem Schluss: „Deshalb ist im Hinblick auf die Risiken, die durch die Verwendung von Derivaten durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften entstehen, ein vorsichtiger Ansatz ratsam.“ (2.2) ***Wir regen an, die Schwelle sogar noch tiefer anzusetzen.***

#### c. Nachteilsausgleich überdenken

Unter Umständen könnte ein Nachteilsausgleich, wie in § 2 Abs. 2 EGIinsO-E vorgesehen, die Gläubiger auf Kosten der Stabilität der CCP und damit des Finanzsystem schützen. Sofern diese Einschätzung zutrifft, scheint der Ausgleich nicht angemessen. Sollte der Ausgleich allerdings nur mehr Sicherheit zu höheren Kosten bringen, würden wir ihn begrüßen. ***Wir würden den Ausgleich jedenfalls überdenken.***

#### d. Reorganisation gegen den Willen der Anteilsinhaber und Gläubiger ermöglichen

Der Gesetzesentwurf überträgt einige wichtige Teile des Restrukturierungsgesetzes für Kreditinstitute vom 9.12.2010<sup>8</sup> auf CCPs, insbesondere Maßnahmen zur Sicherstellung der Liquidität. Dabei wird in § 53n Abs. 3 Nr. 7 KWG-E auch auf einen Reorganisationsplan Bezug genommen. Allerdings ist nicht erkennbar, ob es dem Restrukturierungsgesetz vergleichbare Möglichkeiten gibt, einen Reorganisationsplan zwangsweise durchzuführen, ohne dabei einem unverhältnismäßigen Widerstand der Anteilsinhaber begegnen zu müssen. Die Konsequenz aus der HRE-Rettung war ja die Vorgabe in § 19 Abs. 4 Nr. 2 Restrukturierungsgesetz, mit der die Zustimmung der Anteilsinhaber zum Reorganisationsplan für erteilt gilt, u.a. wenn mit Maßnahmen nach §§ 9-11 Restrukturierungsgesetz (Umwandlung von Forderungen in Eigenkapital, Ausgliederung) eine Bestandsgefährdung und eine Instabilität des Finanzsystems abgewendet werden soll. Wir sehen keinen Grund, im Fall der CCP geringere Eingriffsmöglichkeiten vorzusehen als im Fall von Kreditinstituten, vor allem angesichts der oben

<sup>7</sup> STELLUNGNAHME DES EUROPÄISCHEN AUSSCHUSSES FÜR SYSTEMRISIKEN vom 31. Juli 2012 an die Europäische Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde gemäß Artikel 10 Absatz 4 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister betreffend die Nutzung von OTC-Derivaten durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (ESRB/2012/2), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:286:0009:0012:DE:PDF>.

<sup>8</sup> [http://www.bgbl.de/Xaver/start.xav?startbk=Bundesanzeiger\\_BGBl&bk=Bundesanzeiger\\_BGBl&start=//\\*\\*%5b@attr\\_id=%27bgbl110s1900.pdf%27](http://www.bgbl.de/Xaver/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGBl&bk=Bundesanzeiger_BGBl&start=//**%5b@attr_id=%27bgbl110s1900.pdf%27)

geschilderten Erwartung, dass CCPs die nächsten „Too big to fail“-Institutionen sein dürften. **Wir regen an, sofern diese Lücke tatsächlich vorhanden ist, eine Ergänzung im KWG-E vorzunehmen bzw. die Vorgaben des Restrukturierungsgesetzes analog für anwendbar zu erklären. Ähnliches gilt für weitere Vorgaben des Restrukturierungsgesetzes, zum Beispiel zur Systemgefährdung.**

Was die Gläubiger angeht, wäre zumindest eine analoge Anwendung des Restrukturierungsgesetzes auf CCPs nötig. Darüber hinausgehend würden wir für CCPs aber eine erleichterte zwangsweise Reorganisation gegen den Willen und die Interessen der Gläubiger für zweckmäßig halten. § 19 Abs. 2 Restrukturierungsgesetz sieht zwar auch gewisse Eingriffe gegen die Interessen der Gläubiger vor, stellt an diese Maßnahmen aber hohe Anforderungen in Form der Vermeidung einer Schlechterstellung und der angemessenen wirtschaftlichen Beteiligung. In diesem Punkt ist das Restrukturierungsgesetz zu gläubigerfreundlich. **Wir regen deshalb an, man sollte im Fall von CCPs gleich bestimmen, dass der Reorganisationsplan auch auf Kosten der Gläubiger erfolgen kann, wenn Allgemeininteressen das erfordern.**

Für Rückfragen stehen wir gerne zur Verfügung.

Berlin, 26.11.2012



Markus Henn  
(Referent für Finanzmärkte)

---

**Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung – WEED e.V.**

**Eldenaer Str. 60**

**10247 Berlin**

Ansprechpartner: Markus Henn, Tel. 0049-(0)30-27582-249, [markus.henn@weed-online.org](mailto:markus.henn@weed-online.org)

[www.weed-online.org](http://www.weed-online.org)