

## EUR-Clearing nach dem Brexit

### Executive Summary

- > Die Aufsichtsbefugnisse der Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority – „ESMA“) der Europäischen Union („EU“) sollen auf das sogenannte Euro („EUR“)-Clearing erweitert werden. Die Europäische Kommission schlägt insoweit eine besondere Aufsicht von Clearingsystemen mit zentraler Gegenpartei („CCPs“) vor, insbesondere auch für CCPs aus Drittstaaten.
- > Auf Empfehlung der Europäischen Zentralbank („EZB“) wird dieser aber auch das Recht eingeräumt, Clearingsysteme für Finanzinstrumente innerhalb der Union und im Verkehr mit Drittstaaten zu regeln. Im Lichte des bevorstehenden Brexit wird letzteres auch für CCPs aus dem Vereinigten Königreich relevant.

Im Zuge des bevorstehenden Brexits verschärfen sich die Debatten um das EUR-Clearing in London. So will die Europäische Kommission von CCPs aus Drittstaaten (und das würde ja dann auch für solche aus dem Vereinigten Königreich gelten) für das EUR-Clearing einen Standort in der EU oder Zugriffsrechte verlangen. Klar, dass das im Vereinigten Königreich keine Begeisterung auslöst. Die Debatte geht mittlerweile aber über die EU hinaus; so äußerten sich in den USA Christopher Giancarlo, Vorsitzender der Commodity Futures Trading Commission („CFTC“), und Scott O'Malia, Vorsitzender der International Swaps and Derivatives Association („ISDA“), kritisch zu den von der EU angestrebten Zugriffsrechten.

### 1. Was meint der Begriff „Clearing“?

Unter Clearing wird die gegenseitige Auf- und Verrechnung von Forderungen, Verbindlichkeiten und Lieferverpflichtungen und deren Bestätigung verstanden. Dabei gibt es verschiedene Arten des Clearings:

#### 1.1 Zahlungsverkehr

Clearing im Zahlungsverkehr umfasst Verfahren der Übermittlung, der Abstimmung und der Bestätigung von Zahlungsaufträgen vor dem und einschließlich dem folgenden Zahlungsausgleich, dem „Settlement“ (zusammen auch Zahlungsverkehrsabwicklung oder Interbanken-Clearing genannt). Dabei kann man zwischen internem Clearing und bilateralem Austausch unterscheiden: Beim internen Clearing erfolgt die Verrechnung beispielsweise zwischen Filialen einer Bank oder innerhalb einer Institutsgruppe. Beim bilateralen Austausch sind zwei Kreditinstitute beteiligt, die Verrechnung erfolgt in der Regel über Zentralbank-Konten, heute in der Regel über das EZB-System TARGET2.

#### 1.2 Wertpapiere

Unter Wertpapierclearing versteht man die Abrechnung und Abwicklung von Wertpapierkäufen und -verkäufen über ein Clearinghaus. Bei Wertpapiergeschäften erfolgt die Abwicklung (Settlement) von Geldseite (siehe auch Ziffer 1.1 oben) und Wertpapierseite (in der Regel über Zentralverwahrer) auf Zug-um-Zug-Basis (delivery versus payment – „dvp“). Bei börsengehandelten wie bilateral gehandelten (over-the-counter – „OTC“) Wertpapiergeschäften erfolgt ein solches Clearing mittlerweile in der Regel über sogenannte Clearingsysteme (Clearstream, Euroclear, etc.). Die Mitglieder eines solchen Clearingsystems müssen bestimmte Anforderungen erfüllen und für das Clearing Sicherheiten leisten. Die Wertpapiere werden in der Regel zentral verwahrt und die Transaktionen elektronisch durchgeführt.

#### 1.3. Derivate

Auch Derivatgeschäfte werden ganz ähnlich gecleart. Derivate sind Finanzkontrakte zwischen zwei Parteien, die an den künftigen Wert oder Status eines Basiswerts geknüpft sind, etwa an die

Entwicklung eines Zinssatzes oder Wechselkurses. Derivate dienen der Verlagerung von Risiken und können daher auch zur Absicherung genutzt werden oder der Arbitrage oder spekulativen Zwecken dienen. Die meisten Kontrakte werden nicht über eine Börse gehandelt, sondern privat zwischen zwei Gegenparteien geschlossen (OTC-Derivate). Diese Verträge können sehr individuell ausgestaltet („maßgeschneidert“) werden, auch wenn sie fast immer unter Verwendung standardisierter Rahmenverträge (ISDA, DRV, EMA, EFET, usw.) geschlossen werden. OTC-Derivate machen 95% des Derivatemarktes aus. Auf der anderen Seite werden standardisierte Terminprodukte oft auch an Börsen gehandelt und über deren Organisationen abgewickelt, in Deutschland z.B. über die Eurex Clearing AG.

Der ausstehende Nominalwert von OTC-Derivaten belief sich Ende 2016 weltweit auf USD 483 Billionen. Ca. 58% des Gesamtwerts aller OTC-Derivatekontrakte (z.B. Zinsen, FX Kreditausfall, etc.) werden zentral über CCPs gecleart; Tendenz steigend. Bemerkenswerterweise werden z.B. ca. 98% aller Zinsswaps in EUR über Londoner Clearinghäuser abgewickelt.

Die EU hat nach der globalen Finanzmarktkrise strikte aufsichtsrechtliche Regeln für die Derivatemarkte erlassen. Insbesondere sollen die Teilnehmer standardisierte OTC-Derivate über CCPs abwickeln. Diese aufsichtsrechtlichen Anforderungen ergeben sich aus der Europäischen Marktinfrastrukturverordnung (European Market Infrastructure Regulation – „EMIR“). Sie regelt auch Anforderungen an die Zulassung und Beaufsichtigung der CCPs und enthält Drittstaatenregelungen. Demnach ist es also auch außerhalb der EU ansässigen CCPs möglich, EUR-Clearing zu betreiben. Die Europäische Kommission muss jedoch die Äquivalenz des ausländischen Aufsichtsregimes anerkennen.

#### 1.4. EUR-Clearing

Soweit sich Wertpapier- und/oder Derivateclearing auf in EUR denominated Werte und Verträge bezieht, spricht man von einem „**EUR-Clearing**“. Im Vereinigten Königreich ansässige CCPs verrechnen derzeit erhebliche Volumina an auf EUR lautenden Transaktionen. So soll z.B. der geschätzte Tageswert der auf EUR lautenden offenen Positionen aus Zinsswaps bei EUR 33

Billionen liegen und etwa 99% des EU-Markts in solchen Produkten ausmachen.

## 2. Clearinghäuser als zentrale Gegenparteien

Clearinghäuser stellen sich gegen eine Gebühr als zentrale Gegenparteien, CCPs, zwischen Käufer und Verkäufer einer Transaktion. So gewährleisten sie das Clearing börslicher wie außerbörslicher Wertpapier- und Derivattransaktionen, indem sie das Kreditrisiko (Adressenausfallsrisiko) der an der Transaktion Beteiligten tragen: Sie treten jedem Käufer gegenüber als Verkäufer und jedem Verkäufer als Käufer gegenüber auf. Kann also eine Partei ihren Verbindlichkeiten nicht nachkommen, springt die CCP ein. CCPs sollen so die Finanzstabilität erhöhen.

Durch die Abwicklung von Transaktionen über eine begrenzte Anzahl von Clearinghäusern sammelt sich bei diesen ein gewaltiges Risiko an. Zudem können Fehler bei ihnen zu einem nicht unerheblichen Bedarf an Notenbank-Liquidität führen. Allein deshalb möchten die EU und die EZB die Kontrolle über das Clearing von Transaktionen in EUR behalten. Spätestens mit dem Brexit im März 2019 stellt sich die Frage, inwiefern eine Kontrolle über z.B. Londoner Clearinghäuser bestehen bleibt und inwieweit das Vereinigte Königreich dann noch dem EU-Recht und der EU-Gerichtsbarkeit untersteht. Für die Zeit nach dem Brexit soll daher nun Vorsorge getroffen werden. Vielfach war (in der EU) zu hören, dass das aktuelle Äquivalenzregime der EMIR für Drittstaaten CCPs nicht für so große EUR-Clearing-Volumina geeignet sei, wie sie aktuell im Vereinigten Königreich gecleart werden.

## 3. Ausweitung der Regelungsbefugnisse der EZB auf Clearingsysteme

### 3.1 Neue Befugnisse

Derzeit werden die meisten Transaktionen in EUR durch im Vereinigten Königreich ansässige CCPs abgewickelt. Nach dem Brexit unterliegen die im Vereinigten Königreich ansässigen CCPs nicht mehr den Regulierungs- und Aufsichtsrahmen für in der Union ansässige CCPs. Sie werden künftig nur noch unter die Regelungen für in Drittstaaten ansässigen CCPs fallen. Aber eine erhebliche Störung bei einem großen im Vereinigten Königreich ansässigen CCP könnte zu einem starken Rückgang der Liquidität im

EUR-Raum führen. Diese Sorge treibt die EZB schon seit längerem um.

Sie hat daher am 23. Juni 2017 eine Empfehlung für einen Beschluss zur Änderung des Artikels 22 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken („**ESZB**“) und der EZB („**Satzung**“) abgegeben. Nach Art. 129 Absatz 3 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union („**AEUV**“) ist es dem Europäischen Parlament und dem Rat möglich, Teile der Satzung im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren und auf Empfehlung der EZB oder der Kommission hin zu ändern. Die EZB hat insoweit empfohlen, ihr die Befugnis zur Regulierung von Clearingsystemen und insbesondere von CCPs einzuräumen. Nach der Empfehlung der EZB soll Artikel 22 der Satzung dahingehend geändert werden, dass die EZB Verordnungen erlassen kann, um insbesondere Clearingsysteme/CCPs bezüglich ihrer EUR-Clearingtätigkeiten für Finanzinstrumente innerhalb der Union und im Verkehr mit dritten Ländern zu regeln. Damit soll insbesondere auch Vorsorge für den Brexit getroffen werden.

### 3.2 Hintergrund: Eurosystem Oversight Policy Framework der EZB

#### 3.2.1 Inhalt des Eurosystem-Überwachungsrahmens

Hintergrund der Änderung der Befugnisse ist der am 5. Juli 2011 veröffentlichte Rahmen für die Überwachungspolitik des Eurosystems (das „**Eurosystem**“ besteht aus EZB und den nationalen Zentralbanken im EUR-Raum), das Eurosystem Oversight Policy Framework (der „**Überwachungsrahmen**“). Dieser sieht vor, dass Infrastrukturen, die Zahlungsvorgänge in EUR abwickeln, im EUR-Raum als Rechtspersönlichkeit eingetragen sein müssen. Die EZB hat dazu ausgeführt, dass die Wertpapierabwicklungssysteme und die Clearingsysteme mit zentraler Gegenpartei Schlüsselbestandteile des Finanzsystems in Europa seien. Probleme, die diese Systeme (in finanzieller, rechtlicher oder operationeller Hinsicht) betreffen, könnten eine systemische Störung des Finanzsystems verursachen. So die Begründung der EZB für die Einführung des Überwachungsrahmens. Insbesondere gelte dieses für CCPs. In ihnen bündelten sich Kredit- und Liquiditätsrisiken. Fehlfunktionen, die bei außerhalb des EUR-Raums gelegenen Infrastrukturen aufträten, könnten sich negativ auf die im EUR-Raum ansässigen Systeme auswirken. Das Eurosystem verfüge dann aber über

keinen unmittelbaren Einfluss auf solche Strukturen. Daraus ergab sich für die EZB folgendes: Infrastrukturen, die Vorgänge in EUR abwickeln, sollten im EUR-Raum als Rechtspersönlichkeit eingetragen sein; alle Kernfunktionen sollten vom EUR-Raum aus überwacht und gesteuert werden.

Diese Standortpolitik der EZB sollte auf CCPs angewendet werden, die im Durchschnitt ein tägliches Nettoausfallrisiko von mehr als EUR 5 Mrd. bei einer der auf EUR lautenden Hauptproduktkategorien aufweisen. Gestützt hatte die EZB ihren Überwachungsrahmen auf Art. 127 Absatz 2 vierter Gedankenstrich AEUV. Gemäß diesem ist der EZB die Aufgabe übertragen, das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern. Ihr obliegt insoweit die Ausübung der Überwachung sämtlicher Zahlungs-, Clearing- und Abwicklungssysteme. Im Hinblick auf Zahlungs- und Clearingsysteme sieht Art. 22 der Satzung außerdem vor, dass die EZB Verordnungen erlassen kann, um effiziente und zuverlässige Verrechnungs- und Zahlungssysteme innerhalb der Union und im Verkehr mit dritten Ländern zu gewährleisten.

Die EZB argumentierte weiter, dass Wertpapierabwicklungssysteme und CCPs Schlüsselbestandteile des Finanzsystems seien. Ein sie betreffendes Problem könne eine systemische Störung des Finanzsystems verursachen. Wegen des dvp-Mechanismus könne eine Übertragung von Wertpapieren gerade auch zu Störungen der Zahlungssysteme führen. Daraus leitete die EZB ab, dass Infrastrukturen, die auf EUR lautende Vorgänge abwickeln, grundsätzlich im EUR-Raum als Rechtspersönlichkeit eingetragen sein sollten. Nach der damaligen Ansicht der EZB umfassten die Ausdrücke „Zahlungssysteme“ und „Verrechnungs- und Zahlungssysteme“ in Art. 127 Absatz 2 AEUV auch die Tätigkeit des Wertpapierclearings. Die Clearingtätigkeit von CCPs erstreckte sich nicht nur auf Geldmittel, die zum Kauf der in Rede stehenden Wertpapiere bestimmt sind, sondern auch auf die Wertpapiere, die Gegenstand der Transaktion sind. Folglich lasse sich auch das Wertpapierclearing unter Art. 127 Absatz 2 AEUV subsumieren.

#### 3.2.2 Klage des Vereinigten Königreichs

Gegen diese Standortpolitik hatte das Vereinigte Königreich beim Gericht der Europäischen Union („**GEU**“) Klage erhoben. Die EZB sei nicht befugt,

CCPs ein solches Standorterfordernis aufzuerlegen. Durch das Gericht war folglich zu prüfen, ob die EZB die Befugnis hat, das Erfordernis eines Standorts innerhalb des EUR-Raums festzulegen, das für CCPs gilt, die Clearingdienstleistungen für auf EUR lautende Wertpapiere oberhalb bestimmter Schwellenwerte erbringen.

### 3.2.3 Entscheidung des GEU

Bezogen auf das Wertpapierclearing bekam die Klägerin am 4. März 2015 recht: Das GEU hat den Überwachungsrahmen insoweit für nichtig erklärt, als darin ein Erfordernis eines Standorts im EUR-Raum für solche CCPs enthalten ist, die am Wertpapierclearing beteiligt sind. Der Begriff „Zahlungssystem“ im Sinne von Art. 127 Absatz 2 AEUV falle in den Bereich des Transfers von Geldmitteln. Es lässt sich nach Ansicht des Gerichts zwar die „Geldseite“ von Clearingoperationen, nicht aber die „Wertpapierseite“ unter Art. 127 Absatz 2 AEUV subsumieren.

Diese Schlussfolgerung gelte auch für Art. 22 der Satzung. Eine Befugnis gemäß den oben genannten Ermächtigungsgrundlagen hinsichtlich aller Clearingsysteme, insbesondere auch solcher für Wertpapiertransaktionen, lässt sich nach Ansicht des Gerichts nicht ableiten. Durch den Begriff „Zahlungs- und Verrechnungssysteme“ werde deutlich, dass die EZB lediglich über die Befugnis verfüge, Verordnungen zu erlassen, um effizientere und zuverlässigere Zahlungssysteme zu gewährleisten. Eine eigenständige Regulierungsbefugnis sämtlicher Clearingsysteme stehe ihr im Zuge dessen aber nicht zu. Zwar sei für die Verwirklichung der Ziele und Aufgaben der EZB erforderlich, dass sie auch nicht ausdrücklich zugewiesene Befugnisse ausübe, soweit dieses für die Verwirklichung der festgelegten Aufgaben erforderlich sei. Eine solche implizierte Rechtssetzungsbefugnis sei jedoch als Ausnahme vom Grundsatz der begrenzten Einzelermächtigung (Art. 13 Absatz 2 AEUV) eng auszulegen. Sie greife nur bei Notwendigkeit. Zwar bestehe zwischen Zahlungssystemen und Wertpapierclearingsystemen eine enge Verbindung und Störungen beim Wertpapierclearing könnten sich zweifellos auch auf das Zahlungssystem auswirken, eine solche bloße Verbindung genüge jedoch nicht, um eine implizite Rechtssetzungsbefugnis zu bejahen.

Das Gericht hat die EZB jedoch auf die Möglichkeit hingewiesen, den Unionsgesetzgeber zu ersuchen und Art. 22 der Satzung insoweit zu ändern, dass ein ausdrücklicher Hinweis auf Wertpapierclearingsysteme hinzugefügt wird. Von dieser Möglichkeit haben EZB und Unionsgesetzgeber nun Gebrauch gemacht.

Das Urteil hat im Vereinigten Königreich weitestgehend Zustimmung gefunden. Dieser Erfolg könnte sich jedoch nun durch eine Änderung von Art. 22 der Satzung als nur vorübergehend erweisen. Es bleibt abzuwarten, ob der Änderungsvorschlag der EZB in seiner jetzigen Fassung vom Europäischen Parlament und dem Rat der Europäischen Union so beschlossen werden wird.

## 4. Neue Kompetenzen der ESMA

Gleichzeitig mit den o.g. Änderungen schlägt die Europäische Kommission zur Zeit eine strengere Aufsicht von CCPs vor. In der EU niedergelassene CCPs werden derzeit von den nationalen Behörden im Einvernehmen mit der ESMA beaufsichtigt. Ein am 13. Juni 2017 vorgelegter Vorschlag zielt auf eine Überarbeitung der EMIR im Hinblick auf die für CCPs geschaffenen Aufsichtsmechanismen. Er soll zudem eine engere Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsbehörden und Zentralbanken gewährleisten.

Konkret ausgestaltet wird die neue Aufsicht durch einen „**CCP-Exekutivausschuss**“ bei der ESMA, der insbesondere CCPs aus Drittstaaten konsequenter beaufsichtigen soll. Die Aufsicht stützt sich auf die bestehenden Bestimmungen bezüglich Drittstaaten CCPs und soll im Hinblick auf solche mit Systemrelevanz für die EU für einen strengeren Ansatz sorgen. Der Vorschlag sieht dazu ein „Zwei-Stufen-System“ vor:

### 4.1 Stufe eins: Nicht systemrelevante CCPs

Nicht systemrelevante CCPs können ihre Tätigkeit weiter im Rahmen der bestehenden EMIR-Regelungen ausüben.

### 4.2 Stufe zwei: Systemrelevante CCPs

Systemrelevante CCPs sollen alle (i) strengeren Anforderungen unterliegen. (ii) Sofern strengere Anforderungen nicht ausreichen, sollen sie aber zusätzlich einer Pflicht zur Niederlassung in der EU und Zulassung gemäß der EMIR unterliegen. Die

Niederlassungspflicht soll für „signifikant systemrelevante“ CCPs bestehen.

#### 4.3 Systemrelevanz eines CCP

Wann ein CCP signifikant systemrelevant ist oder nicht, wird durch die Europäische Kommission nicht konkret beantwortet. Sie spricht lediglich von einer „systemischen Bedeutung für die Finanzstabilität der EU oder einiger Mitgliedstaaten“. Ob eine solche Systemrelevanz gegeben ist, soll die ESMA anhand von verschiedenen Kriterien entscheiden. So werden insbesondere

- Größe und Umfang des Clearings;
- ihre Verbindungen zur EU (z.B. Anzahl der Clearingmitglieder, die EU-Unternehmen sind);
- Verbindungen zwischen CCPs und EU-Marktinfrastrukturen; und
- potenzielle Auswirkungen des Ausfalls der betreffenden CCP auf Finanzmärkte, Finanzinstitute oder die Finanzstabilität

genannt.

#### 4.4 Zusatz-Anforderungen für Drittstaaten-CCPs

Systemrelevante CCPs aus Drittstaaten müssen vor Anerkennung durch die ESMA zusätzliche Anforderungen erfüllen, nämlich die

- erforderlichen aufsichtsrechtlichen Anforderungen an EU-CCPs einhalten;
- die Anforderungen der einschlägigen Zentralbanken einhalten;
- die Übermittlung aller relevanten Informationen an die ESMA und die Ermöglichung von Prüfungen vor Ort sicherstellen; und
- zu guter Letzt sollen Drittstaaten-CCPs über die nötigen Maßnahmen und Verfahren verfügen, um diese Voraussetzungen einzuhalten.

Die Europäische Kommission hat angekündigt, die Systemrelevanz von Drittstaaten-CCPs in Zusammenarbeit mit der ESMA und der EZB in einem delegierten Rechtsakt näher zu präzisieren. Dieser soll innerhalb von sechs Monaten nach Inkrafttreten der neuen Regelungen verabschiedet werden.

Bezüglich der Beurteilung, ob CCPs signifikant systemrelevant sind oder nicht, wird die ESMA Empfehlungen an die Europäische Kommission aussprechen. Auf dieser Grundlage kann die Europäische Kommission einen Rechtsakt erlassen, dass Dienstleistungen nur erbracht werden dürfen, wenn das betreffende Drittstaaten-CCP für ihr Erbringen von EUR-Clearingtätigkeiten in der EU zugelassen ist.

#### 5. Verhältnis von ESMA und EZB

Die EZB soll ständiges Mitglied im CCP-Exekutiv Ausschuss bei der ESMA und in den relevanten Aufsichtskollegien bei der ESMA für die jeweiligen CCPs werden. Als „**Aufsichtskollegien**“ bezeichnet man dauerhafte, aber flexible Strukturen, in denen Aufseher aus Herkunfts- und Aufnahmestaaten grenzüberschreitend bzw. international tätiger Banken zusammenarbeiten. Im Hinblick auf Beschlüsse, die einen direkten Bezug zu den Aufgaben der EZB haben, soll diese beziehungsweise sollen die jeweiligen Zentralbanken verbindliche Entscheidungsbefugnisse erhalten. So betont die Europäische Kommission in ihrem Fact-sheet zum Vorschlag für eine Änderung der EMIR, dass Clearingsysteme und sichere und effiziente Finanzmarktinfrastrukturen grundlegende Aufgaben des ESZB darstellen. Die betroffenen ESZB-Mitglieder sollen deshalb in die CCP-Aufsicht mit einbezogen werden. Probleme oder Störungen von CCPs beeinflussen die Aufgaben und Ziele der EZB (sichere und effiziente Finanzmarktstrukturen sicherzustellen), weshalb eine ständige Einbeziehung der EZB in den CCP-Exekutiv Ausschuss geboten sei. Die Zentralbanken sollen an der Bewertung des Risikomanagements der jeweiligen CCPs beteiligt werden.

Das Verhältnis zwischen den europäischen Finanzaufsichtsbehörden EBA und ESMA, die europarechtlich im Wesentlichen als Normgeber (regulator) fungieren sollten, einerseits und der als konkrete Aufsichtsbehörde (supervisor) fungierenden EZB war in der Vergangenheit nicht immer ganz friktionsfrei. Zudem fallen EBA und ESMA seit Jahren durch einen ausgeprägten Hang zur epischen Feinregulierung auf. Vor diesem Hintergrund wird man auch die Frage stellen dürfen und müssen, ob die EU gut beraten ist, die Aufsicht über Drittstaaten-CCPs einer als Regulator und nicht als Aufseher gedachten Behörde zuzuweisen.

und nicht etwa der EZB als Finanzaufsichtsbehörde. Will man letzteres nicht, um die EZB als Notenbank der EU nicht noch mehr mit Finanzaufsichtsaufgaben zu belasten, stellt sich umso mehr die Frage, ob man nicht mittelfristig doch daran denken sollte, die EU-Verträge dahingehend zu ändern, dass eine eigene EU-Finanzaufsichtsbehörde geschaffen wird, in der EBA, ESMA und die Finanzaufsichtsfunktionen der EZB zusammengeführt werden könnten. Aber das ist (noch) Zukunftsmusik.

## 6. Auswirkungen und Nutzen dieser Änderungen

Nach Ansicht der Europäischen Kommission wird durch diese hier diskutierten neuen Regelungen das Finanzsystem sicherer gemacht. Gerade im Hinblick auf den bevorstehenden Brexit können solche Regelungen in der Tat von Vorteil sein, wenn man bedenkt, dass derzeit mehr als 90% der relevanten EUR-Swaps über im Vereinigten Königreich ansässige CCPs abgewickelt werden. Die Finanzmarktregeln der EU werden nicht mehr gelten. Die Zulassung einer britischen CCP würde – ohne die neuen Regelungen – nicht mehr durch die ESMA erfolgen, durch EU-Aufseher könnten keine aufsichtsrechtlichen Maßnahmen mehr angeordnet werden. Deshalb jetzt die Vorschläge für neue Regelungen.

Diese Regelungen könnten jedoch mit steigenden Kosten verbunden sein. Je nach Intensität der EU-Beaufsichtigung von Drittstaaten-CCPs könnte der Aufwand für im Vereinigten Königreich ansässige Clearingsysteme/CCPs (Stichwort Doppel-Beaufsichtigung) steigen und dadurch könnten sich im Ergebnis die Kosten für das CCP und in der Folge auch für die Clearing-Parteien erhöhen. Die Niederlassungspflicht könnte ferner auch zu einer Marktfragmentierung beitragen und ebenfalls zu

potentiell höheren Handelskosten führen. Aber solche finanziellen Auswirkungen sollten im Verhältnis zum Volumen der geclearten Zahlungs- und Finanzinstrumente und Transaktionen doch eigentlich eher gering ausfallen. Das jedenfalls ist gegenwärtig die Überzeugung der Europäischen Kommission. Und die USA haben ja auch Regelungen für US-Dollar-Clearing, die auch für Nicht-US-CCPs gelten, ohne dass dies den Markt massiv beeinträchtigen würde. Wie stark die tatsächlich merkbaren finanziellen Mehraufwendungen sein werden, bleibt ebenso abzuwarten wie, ob es überhaupt zu wahrnehmbar mehr Fragmentierung in den Märkten kommen wird.

Ein legitimes Interesse der EU bezüglich der Kontrolle über das EUR-Clearing nach dem Brexit ist vorhanden. Ob dieses gegebenenfalls mit einer bilateralen Vereinbarung abgesichert werden kann, bleibt abzuwarten. Der gegenwärtige Stand der Brexit-Verhandlung gibt keinen Anlass zu irgendwelchen übertriebenen Hoffnungen. CCPs im Vereinigten Königreich würden praktisch dann jedoch häufig drei Aufsehern unterstehen: Britischen, europäischen und amerikanischen. So hat der Vorsitzende der CFTC bereits vor dem Abzug des EUR-Clearing aus London gewarnt. Es gilt nun nicht mehr nur Konflikte des Vereinigten Königreichs mit der EU zu lösen; auch die USA sehen ihre Interessen betroffen.

---

Peter Scherer, LL.M. (I.U.)

Rechtsanwalt

Büro Frankfurt am Main

[peter.scherer@gsk.de](mailto:peter.scherer@gsk.de)

---

## Urheberrecht

GSK Stockmann – Alle Rechte vorbehalten. Die Wiedergabe, Vervielfältigung, Verbreitung und/oder Bearbeitung sämtlicher Inhalte und Darstellungen des Beitrages sowie jegliche sonstige Nutzung ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von GSK Stockmann gestattet.

## Haftungsausschluss

Diese Mandanteninformation enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen eines Einzelfalles gerecht zu werden. Sie hat nicht den Sinn, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen jedweder Art zu sein. Sie stellt keine Beratung, Auskunft oder ein rechtsverbindliches Angebot auf Beratung oder Auskunft dar und ist auch nicht geeignet, eine persönliche Beratung zu ersetzen. Sollte jemand Entscheidungen jedweder Art auf Inhalte dieser Mandanteninformation oder Teile davon stützen, handelt dieser ausschließlich auf eigenes Risiko.

GSK Stockmann und auch die in dieser Mandanteninformation namentlich genannten Partner oder Mitarbeiter übernehmen keinerlei Garantie oder Gewährleistung, noch haftet GSK Stockmann und einzelne Partner oder Mitarbeiter in irgendeiner anderen Weise für den Inhalt dieser Mandanteninformation. Aus diesem Grund empfehlen wir, in jedem Fall eine persönliche Beratung einzuholen.

[www.gsk.de](http://www.gsk.de)

## GSK STOCKMANN

### BERLIN

Mohrenstraße 42  
10117 Berlin  
Tel +49 30 203907-0  
Fax +49 30 203907-44  
berlin@gsk.de

### FRANKFURT/M.

Taunusanlage 21  
60325 Frankfurt  
Tel +49 69 710003-0  
Fax +49 69 710003-144  
frankfurt@gsk.de

### HAMBURG

Neuer Wall 69  
20354 Hamburg  
Tel +49 40 369703-0  
Fax +49 40 369703-44  
hamburg@gsk.de

### HEIDELBERG

Mittermaierstraße 31  
69115 Heidelberg  
Tel +49 6221 4566-0  
Fax +49 6221 4566-44  
heidelberg@gsk.de

### MÜNCHEN

Karl-Scharnagl-Ring 8  
80539 München  
Tel +49 89 288174-0  
Fax +49 89 288174-44  
muenchen@gsk.de

---

### LUXEMBURG

GSK Luxembourg SA  
44, Avenue John F. Kennedy  
L-1855 Luxembourg  
Tel +352 2718 0200  
Fax +352 2718 0211  
luxembourg@gsk-lux.com