

MAXIMILIAN BRAMBRING

Zentrales Clearing
von OTC-Derivaten
unter EMIR

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
43*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

43



Maximilian Brambring

Zentrales Clearing von OTC-Derivaten unter EMIR

Zugleich ein Beitrag zur Regulierung
systemischer Risiken im Finanzmarktrecht

Mohr Siebeck

Maximilian Brambring: Geboren 1984; Studium der Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School, Hamburg, der University of Cape Town, Kapstadt, und der Columbia Law School, New York (LL.M.); 2008 Erste Juristische Prüfung am Hanseatischen Oberlandesgericht (Hamburg); 2010 LL.M. und New York State Bar Exam; 2015 Zweite Juristische Staatsprüfung am Kammergericht (Berlin); seit November 2015 Rechtsanwalt in Berlin.

ISBN 978-3-16-155005-8 / eISBN 978-3-16-158843-3 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2017 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommertrimester 2016 von der Bucerius Law School, Hochschule für Rechtswissenschaften, als Dissertation angenommen. Die mündliche Promotionsprüfung fand am 6. Juli 2016 in Hamburg statt. Das Manuskript wurde im Oktober 2015 fertiggestellt. Ausgewählte Rechtsprechung und Literatur sind seitdem aktualisiert worden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Prof. Dr. Rüdiger Veil. Er hat mich nicht nur in zahlreichen konstruktiven und anregenden Diskussionen durch die Unwägbarkeiten des wissenschaftlichen Arbeitens begleitet und mir dabei in entscheidenden Momenten wichtige Denkanstöße gegeben, sondern die Arbeit über ihre gesamte Entstehungszeit mit großem persönlichen Einsatz betreut. Sein Engagement, seine hervorragende organisatorische Unterstützung und der persönliche Austausch mit ihm waren für den Abschluss der Arbeit unverzichtbare Stützen. Auch für die sehr zügige Erstellung des Erstgutachtens bin ich ihm verbunden.

Prof. Dr. Hans-Bernd Schäfer gebührt mein Dank für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und viele spannende Anregungen. Prof. Dr. Matthias Jacobs danke ich für die Übernahme des Vorsitzes bei der mündlichen Promotionsprüfung.

Danken möchte ich auch Prof. Dr. Jens Wüstemann für die Möglichkeit, einige Ideen an der Universität Mannheim im Kolloquium vorzustellen. Dieser Austausch hat entscheidende Weichen für den interdisziplinären Zugriff der Arbeit gestellt. Mein herzlicher Dank gilt zudem Thomas Book, der mir im Rahmen eines Besuches bei der Eurex Clearing AG zusammen mit Teo Floor unverzichtbare praktische Einblicke in die Arbeit einer zentralen Gegenpartei ermöglichte. Ebenso danken möchte ich Roland Kipper und der Commerzbank für einen anregenden Gedankenaustausch zum zentralen Clearing von OTC-Derivaten. Nicht zuletzt gilt mein Dank den Dozenten der Columbia Law School, mit denen ich im Rahmen des LL.M.-Studiums rege Diskussionen zum Phänomen der systemischen Risiken führen durfte, und Dr. Mareike Massow für die spannenden Ausflüge in die Netzwerktheorie.

Mein Dank gebührt auch der Studienstiftung des Deutschen Volkes für die ideelle und materielle Förderung durch das Promotionsstipendium, die es mir nicht zuletzt ermöglicht hat, mich in entscheidenden Phasen ganz auf die Arbeit zu konzentrieren. Sehr dankbar bin ich zudem der Stiftung Kapital-

marktforschung für den Finanzstandort Deutschland, die die Arbeit im September 2016 mit dem Förderpreis der Stiftung ausgezeichnet hat. Mein Dank gebührt in diesem Zusammenhang auch Prof. Dr. Florian Faust und Dr. Sven Henrik Schneider, die mich bei den Bewerbungen um Stipendium bzw. Förderpreis unterstützt haben.

Sehr dankbar bin ich auch Elisabeth und Jürgen Hufnagel, Antonia Bausch, Dr. Gernot Halbleib und Reinhard Bauer für ihre Unterstützung beim Lektorat. Den Herausgebern der „Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht“ danke ich für die Aufnahme in die Schriftenreihe.

Mein besonderer Dank gilt schließlich meinen Eltern, Sabine und Bernd-Josef Brambring, für ihre unermüdliche Unterstützung und Förderung. Sie waren mir stets ein fester Rückhalt. Ihnen sei diese Arbeit gewidmet.

Berlin, im Oktober 2016

Maximilian Brambring

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 Gegenparteausfallrisiko.....	106
1. Risikohöhenstrukturmerkmale 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

<i>A. Die Entstehung von EMIR als Reaktion auf die Finanzkrise 2007– 2009.....</i>	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>	130
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>	139
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>	207
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>	213
I. Zulassungsverfahren	214
II. Zulassungsvoraussetzungen	215
III. Zulassung der Eurex Clearing AG gemäß Art. 14 EMIR	219
<i>B. Clearingmodelle</i>	220
<i>C. Beteiligte</i>	221
<i>D. Pre-Trading-Phase</i>	222
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>	240
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
 F. Zwischenfazit	 260
 G. Risikomanagement	 262
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. Zahlungsvernetzung	271
a) Aufrechnung von Geldforderungen	271
b) Zulässigkeit des kontenübergreifenden Zahlungsvernetzung	273
c) Aufrechnung weiterer Forderungen	275
3. Novationsvernetzung.....	276
a) Ablauf nach den CB-Eurex.....	276
b) Rechtliche Einordnung	281
c) Besonderheiten bei RK-bezogenen Transaktionen und Kundentransaktionen.....	 284
4. Liquidationsvernetzung	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. Insolvenzzrechtliche Beurteilung des Risikomanagements	348
1. Verhältnis von CM zu CCP	348
a) Anwendbares Insolvenzrecht.....	348
b) Die Notwendigkeit einer insolvenzzrechtlichen 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

Abbildungsverzeichnis

Bild 1.1:	Gewichteter, gerichteter Graph mit fünf Knoten und Kantengewichten	24
Bild 1.2:	Ergebnisse für 1000 Stichproben je Durchschnittsgrad	28
Bild 2.1:	Vier Phasen einer OTC-Derivatetransaktion	75
Bild 3.1:	Bilaterale OTC-Derivatetransaktion	140
Bild 3.2:	OTC-Derivatetransaktion unter Zwischenschaltung einer CCP	140
Bild 3.3:	Netzwerk offener OTC-Derivatepositionen ohne CCP	143
Bild 3.4:	Netzwerk offener OTC-Derivatepositionen mit CCP	143
Bild 3.5:	Clearingstruktur bei Beteiligung von GCM, NCM und ICM	150
Bild 3.6:	Vier Phasen einer OTC-Derivatetransaktion	151
Bild 3.7:	Interbankenforderungen ohne Netting	155
Bild 3.8:	Interbankenforderungen mit bilateralem Netting	156
Bild 3.9:	Interbankenforderungen mit zentralem Clearing	157
Bild 3.10:	Verlustwasserfall einer CCP	168
Bild 3.11:	Clearingstruktur bei Beteiligung zweier Kunden unter EMIR	204
Bild 3.12:	Clearingstruktur bei Beteiligung eines indirekten Kunden unter EMIR	206
Bild 4.1:	Vertragsstruktur beim zentralen Clearing einer Eigentransaktion	231
Bild 4.2:	Vertragsstruktur beim zentralen Clearing einer Kundentransaktion im Executing Broker-Modell	235
Bild 4.3:	Vertragsstruktur beim zentralen Clearing einer RK-bezogenen Transaktion	239
Bild 4.4:	Kontenstruktur beim Grund-Clearingmodell der Eurex Clearing AG	269
Bild 4.5:	Basic Netting (Level 1) von Zinssatzswaps bei der Eurex Clearing AG	278
Bild 4.6:	Rate Blending (Level 3) von Zinssatzswaps bei der Eurex Clearing AG	280
Bild 4.7:	Verlustwasserfall der Eurex Clearing AG	344
Bild 5.1:	Interbankenforderungen mit teilweise zentralem Clearing...	384

Abkürzungsverzeichnis

AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AIFM	Alternative Investment Fund Manager – Verwalter alternativer Investmentfonds
AJP/PJA	Aktuelle Juristische Praxis
Am. U. L. Rev.	American University Law Review
BB	Betriebsberater
BCBS	Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht
BGBI. I	Bundesgesetzblatt, Teil I
BIZ	Bank für internationalen Zahlungsausgleich
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Brook. J. Int'l L.	Brooklyn Journal of International Law
CASS	Client Asset Sourcebook
CB-Eurex	Clearingbedingungen der Eurex-Clearing AG
CCP	Central Counterparty – zentrale Gegenpartei
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDR IV	Richtlinie 2013/36/EU
CFL	Corporate Finance Law
CFTC	Commodity Futures and Trading Commission
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
CRR	Verordnung (EU) Nr. 575/2013
CRV	Clearingrahmenvereinbarung
DB	Der Betrieb
DM Auktions- Regeln	Regeln der Eurex Clearing AG für Auktionen während des Default- Management-Prozesses
DMP	Default-Management-Prozess
DÖV	Die Öffentliche Verwaltung
DRV	Deutscher Rahmenvertrag
DStR	Deutsches Steuerrecht
DTCC	Depository Trust and Clearing Corporation
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
EGInsO	Einführungsgesetz zur Insolvenzordnung
EMIR	European Market Infrastructure Regulation – Verordnung (EU) Nr. 648/2012
ESA	European Supervisory Authorities – Europäische Finanzaufsichtsbehörden
ESMA-VO	Verordnung (EU) NR. 1095/2010
ESRB	European Systemic Risk Board – Europäischer Ausschuss für Systemrisiken

ESUG	Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen vom 7. Dezember 2001
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EuInsVO	Europäische Insolvenzrechtsverordnung
EuR	Europarecht
Eurex	Eurex Clearing AG
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaft
EZB	Europäische Zentralbank
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Financial Conduct Authority
Fed	Federal Reserve System
Fla. St. U. L. Rev.	Florida State University Law Review
FRBNY Econ. Pol. Rev.	Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review
FT	Financial Times
Geo. L.J.	Georgetown Law Journal
GPR	Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht
Harv. J. L. & Pub. Pol'y	Harvard Journal of Law and Public Policy
Harv. J. on Legis.	Harvard Journal on Legislation
IFRS	International Financial Reporting Standards
InsO	Insolvenzordnung
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
J. Acc. Res.	Journal of Accounting Research
J. Corp. L.	The Journal of Corporation Law
J. Fin.	The Journal of Finance
jurisPR-BKR	juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht
JZ	Juristenzeitung
KO	Konkursordnung
KRP	Kredit & Rating Praxis
MES	Monetary and Economic Studies
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive – Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU (Neufassung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente)
MPR	Margin Period of Risk
MTF	Multilateral Trading Facility
NCA	National Competent Authority
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-Beil.	NJW-Beilage
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZM	Neue Zeitschrift für Miet- und Wohnungsrecht
ÖBA	Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
PNAS	Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America
Proc. R. Soc. A	Proceedings of the Royal Society A
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht

RBM	Risk Based Margining
RdF	Recht der Finanzinstrumente
Rev. Asset Pric. Stud.	Review of Asset Pricing Studies
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RK	Registrierter Kunde
RTS	Regulatory Technical Standards – technische Regulierungsstandards
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
SEC	Securities Exchange Commission
SJES	Swiss Journal of Economics and Statistics
Slg.	Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofes und des Gerichts Erster Instanz
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U. Toronto L.J.	University of Toronto Law Journal
Uabs.	Unterabsatz
Wall St. J.	Wall Street Journal
WM	Wertpapiermitteilung
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEW	Zeitschrift für Wohnungseigentumsrecht
ZgKW	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZJS	Zeitschrift für das Juristische Studium
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Einleitung

A. Problemstellung und Ziel der Arbeit

„Deutschland steht vor der wirtschaftlich schwierigsten Phase seit Jahrzehnten.“¹

Die Finanz- und Wirtschaftskrise 2007–2009 war über viele Jahre hinweg eines der dominierenden Themen unserer Zeit. Was im Sommer 2007 als Krise zweier Hedge-Fonds der Investmentbank Bear Stearns und des Subprime-Hypothekenmarkts in den USA begann, weitete sich innerhalb weniger Monate zur größten globalen Finanz- und Wirtschaftskrise seit Gründung der Bundesrepublik aus. Wie in keiner Wirtschaftskrise seit der Great Depression der 1930er Jahre wurde nicht nur die Funktionsfähigkeit der weltweiten Kapitalmärkte und des Bankenwesens, sondern die gesamte marktwirtschaftlich ausgerichtete Grundordnung in ihren Festen erschüttert und in ihrer Legitimität hinterfragt. Der spätere deutsche Finanzminister Wolfgang Schäuble schrieb dazu in einem Zeitungsartikel im Sommer 2009:

„Sechzig Jahre nach ihrer Gründung erleben wir den stärksten wirtschaftlichen Einbruch in der Geschichte unserer Republik. Es ist die erste Wirtschaftskrise, die unsere freiheitliche und soziale Wirtschaftsordnung in Frage zu stellen droht.“²

Die dramatische Zuspitzung der Ereignisse infolge der Insolvenz der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 führte zu einem weltweiten Ruf nach besserer Regulierung der Finanzbranche, an dem sich Regierungen, Aufsichtsbehörden, Staats- und Zentralbanken, internationale Organisationen und Vertreter der Wissenschaft gleichermaßen beteiligten und der inzwischen weitreichende Reformen in zahlreichen Bereichen der Banken- und Finanzmarktregulierung nach sich gezogen hat.³ Ein zentrales Anliegen dieser Reformbestrebungen ist die Eindämmung und

¹ Bundeskanzlerin Angela Merkel in ihrer Regierungserklärung zum „Pakt für Beschäftigung und Stabilität“ am 14. Januar 2009 im Deutschen Bundestag, zitiert nach FAZ v. 15. Januar 2009, S. 2.

² Schäuble, in: Schirrmacher/Strobl (Hrsg.), Die Zukunft des Kapitalismus, 2010, S. 134, 134.

³ Vgl. etwa den Überblick bei Demary/Schuster, Die Neuordnung der Finanzmärkte, 2013.

bessere Regulierung *systemischer Risiken*, die als Hauptursache für die dramatische Ausweitung der Krise des Subprime-Hypothekenmarkts in den USA auf die weltweiten Finanzsysteme und schließlich die Realwirtschaft ausgemacht wurden.⁴ Bei der Bewältigung dieser Aufgabe bilden sich inzwischen einige große Linien heraus. So lässt sich ein Paradigmenwechsel im regulatorischen Zugriff auf das Phänomen der systemischen Risiken im Finanzsektor beobachten. Bis zur Finanzkrise der Jahre 2007–2009 beruhte die Bekämpfung systemischer Risiken auf einer Regulierung, die durch die Gewährleistung der Stabilität einzelner Institutionen – namentlich der Banken – die Sicherheit des Finanzsystems insgesamt sicherzustellen glaubte. Die Verwerfungen der Krise haben dagegen eine Sichtweise befördert, nach der auch und gerade das Zusammenspiel von Marktakteuren und damit das Marktgeschehen an sich in den Fokus der Regulierungsbestrebungen gerückt ist.⁵ An einer einheitlichen Regulierungstheorie zum Umgang mit systemischen Risiken fehlt es indessen bislang. Die Konzepte setzen sich vielmehr aus der Summe zahlreicher Einzelmaßnahmen zusammen, die sich teils an Institutionen richten,⁶ teils auf das Marktgeschehen als solches abzielen.⁷ Es wird eine wesentliche Aufgabe der wirtschafts- aber vor allem auch der rechtswissenschaftlichen Forschung der kommenden Jahre sein, eine solche einheitliche Regulierungstheorie zur Eindämmung systemischer Risiken zu entwickeln.

Zu den wesentlichen Reformen seit der Finanzkrise 2007–2009 zählt die umfassende Regulierung des Derivatehandels durch die neu geschaffene Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (*European Market Infrastructure Regulation – EMIR*),⁸ deren „Herzstück“⁹ die Einführung einer Pflicht zum Clearing bestimmter OTC-Derivatekontrakte mittels zentraler Gegenparteien ist. Die Clearingpflicht bedeutet einen weitreichenden Einschnitt in die bisherige Marktpraxis des

⁴ Vgl. für den wirtschaftswissenschaftlichen Diskurs etwa *Hellwig*, a 157 (2009), 129 ff., für die Rechtswissenschaften *Schwarz*, *Geo. L.J.* 97 (2008), 193 ff.

⁵ Siehe dazu noch unten A.I.4.b) Systemische Risiken betreffen Banken und Märkte.

⁶ Als Beispiele sind etwa die Reform der Eigenkapitalregulierung, verschärfte Anforderungen an systemrelevante Banken, die Trennung von Geschäfts- und Investmentbanking in den USA und Regeln über die Restrukturierung und Abwicklung insolventer Banken zu nennen.

⁷ Hierzu zählen etwa das Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Deutschland und die diversen Maßnahmen zur Regulierung der Derivatemärkte, auf die noch im Einzelnen zu sprechen kommen sein wird.

⁸ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. (EU) Nr. L 201 vom 27. Juli 2012, S. 1 ff.

⁹ *Köhling/Adler*, WM 2012, 2125, 2129; *Litten/Schwenk*, DB 2013, 918, 918.

bilateral organisierten OTC-Derivatemarktes und bedingt Prozesse, die rechtlich und rechtstatsächlich komplex und bislang in der rechtswissenschaftlichen Forschung kaum aufgearbeitet sind. Umfassende rechtswissenschaftliche Untersuchungen des Clearings mittels zentraler Gegenparteien liegen bislang nur für den Bereich des Börsenhandels vor.¹⁰ Hiervon unterscheiden sich die Abläufe beim Clearing von OTC-Derivaten in zentralen Punkten, was rechtlich grundlegend andere Konzepte – etwa beim Vertragsschluss – bedingt. Darstellungen zur rechtlichen Bewältigung des zentralen Clearings von OTC-Derivaten sind bisher selten und beschränken sich auf ausgewählte Aspekte.¹¹ Es gehört aber zu den wesentlichen Aufgaben von Rechtswissenschaft, rechtstatsächliches Geschehen, das in seiner Art neu ist, zu erfassen und in seinen rechtlichen Abläufen zu erklären. Die vorliegende Untersuchung unternimmt es, diese Lücke für das zentrale Clearing von OTC-Derivaten zu füllen. Um möglichst aussagekräftige Ergebnisse zu erreichen, beschränkt sie sich auf das Clearing von OTC-Zinsderivaten durch die dem deutschen Recht unterliegende *Eurex Clearing AG*¹².

Zugleich möchte die Arbeit einen Beitrag zu der Debatte um die Regulierung systemischer Risiken leisten, indem sie an dem Beispiel des zentralen Clearings von OTC-Derivaten aufzeigt, wie die Regulierung von systemischen Risiken im Finanzmarktrecht im Detail ausgestaltet werden kann und mit welchen Herausforderungen der regulierende Gesetzgeber konfrontiert wird. Zu diesem Zweck bedarf es einer Ausweitung der Untersuchung des zentralen Clearings von OTC-Derivaten nicht nur auf die rechtstechnischen Abläufe, sondern auch auf den durch die EMIR geschaffenen regulatorischen Rahmen, der dann abschließend im Hinblick auf das verfolgte Ziel, systemische Risiken zu vermindern, analysiert und bewertet werden kann. Während die Einführung der EMIR erwartungsgemäß von zahlreichen, v.a. in Aufsatzform erschienenen Publikationen begleitet wurde,¹³ fehlt es bislang an einer

¹⁰ Vgl. *Rinker*, Vertragsschluss im börslichen elektronischen Handelssystem, 2003; *Alfes*, Central Counterparty, 2005; *Schönholzer*, Zentrale Gegenparteien im elektronischen Börsenhandel – Begriff, Funktionen und rechtliche Rahmenbedingungen, 2007; *Kunz*, Ausgewählte Rechtsprobleme, 2009; *Tiedemann*, Stellung des zentralen Kontrahenten, 2010.

¹¹ Vgl. überblicksartig *Fried*, in: *Zerey* (Hrsg.), Finanzderivate, ³2013, § 16; zum Vertragsschluss und zur Besicherung nach deutschem Recht *Jobst*, ZBB 2010, 384, 393–399; zum Vertragsschluss nach Schweizer Recht *Hess*, AJP/PJA 2004, 687, 694 f.; aus Sicht des englischen Rechts zu rechtlichen Grenzen der Regulierung *Braithwaite*, EBOR 12 (2011), 87 ff.

¹² Im Folgenden „Eurex“.

¹³ Vgl. etwa *Nietsch/Graef*, BB 2010, 1361 ff.; *Diekmann/Fleischmann*, WM 2011, 1105 ff.; *Köhling/Adler*, WM 2012, 2125 ff.; *dies.*, WM 2012, 2173 ff.; *Fuchs*, ÖBA 2012, 520 ff.; *Schwenk*, jurisPR-BKR 11/2012, Anm. 1; *Funke*, CCZ 2012, 6 ff.; *dies.*,

ausführlichen, zusammenhängenden und am Ablauf des Clearingprozesses orientierten Darstellung der regulatorischen Anforderungen an das zentrale Clearing von OTC-Derivaten ebenso, wie an einer auf der Grundlage einer solchen systematischen Untersuchung beruhenden Bewertung der Clearingpflicht.

B. Gang der Untersuchung

Das erste Kapitel der Untersuchung (Kapitel 1: Systemische Risiken und ihre Regulierung) arbeitet einige wesentliche Eckpunkte der vornehmlich wirtschaftswissenschaftlichen Debatte um die Natur und Regulierung systemischer Risiken auf und formuliert Arbeitshypothesen zu der Frage, wie systemische Risiken tendenziell reguliert werden sollten. Diese Hypothesen und der in dem Kapitel entworfene Analyserahmen dienen als Grundlage für die spätere Analyse und Bewertung der durch die EMIR geschaffenen Clearingpflicht.

Das zweite Kapitel (Kapitel 2: OTC-Derivate und systemische Risiken) legt zunächst die begrifflichen und konzeptionellen Grundlagen für das Verständnis von Derivaten als Finanzprodukt (2. Kapitel A. Derivative Finanzinstrumente – eine kurze Einführung). Es erläutert sodann die wesentlichen mit dem Einsatz von Derivaten verbundenen Vorteile (2. Kapitel B. Vorteile des Einsatzes von Derivaten) und Risiken (2. Kapitel C. Mit dem Einsatz von Derivaten verbundene Risiken). Um im Rahmen der späteren Untersuchung hiervon abgrenzen zu können, stellt es anschließend den Ablauf des herkömmlichen, bilateralen Derivatehandels einschließlich einiger wesentlicher rechtlicher Konzepte dar (2. Kapitel D. Ablauf einer bilateralen OTC-Derivatetransaktion). Abschließend wird – erneut unter Rückgriff auf den wirtschaftswissenschaftlichen Diskurs – untersucht, auf welche Weise der OTC-Derivatehandel in seiner bisherigen Organisationsform Auslöser oder Verstärker systemischer Risiken war (2. Kapitel E. Die Märkte für OTC-Derivate als Auslöser systemischer Risiken).

Das dritte Kapitel (Kapitel 3: Zentrales Clearing von OTC-Derivaten unter EMIR) stellt das Konzept des zentralen Clearings von OTC-Derivaten vor, wie es von der EMIR entworfen wurde. Hierzu wird zunächst kurz nachvollzogen, wie die EMIR in Reaktion auf die Finanzkrise 2007–2009 entstanden ist und wie sie sich in den breiteren Post-Krisen-Regulierungsrahmen einfügt

CCZ 2012, 54 ff.; *dies.*, WM 2012, 202 ff.; *Gstädtner*, RdF 2012, 145 ff.; *Litten/Schwenk*, DB 2013, 857 ff.; *dies.*, DB 2013, 918 ff.; *Wieland/Weiß*, CFL 2013, 73 ff.; *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 ff.; umfassender – soweit ersichtlich – bislang nur *Achtelik/Lange*, EMIR – neue Regeln für Derivate, 2013.

(3. Kapitel A. Die Entstehung von EMIR als Reaktion auf die Finanzkrise 2007–2009). Sodann werden überblicksartig die wesentlichen Regulierungsinhalte der EMIR in den Blick genommen (3. Kapitel B. Überblick über den Regelungsinhalt von EMIR), bevor sich der dritte Abschnitt eingehend mit dem zentralen Clearing von OTC-Derivaten unter EMIR befasst (3. Kapitel C. EMIR und das zentrale Clearing von OTC-Derivaten). Als weitere Grundlage ist zunächst ein Überblick über die rechtstatsächlichen Abläufe des zentralen Clearings von OTC-Derivaten zu entwickeln (3. Kapitel C.I. Funktionsweise des Clearings unter Einschaltung einer zentralen Gegenpartei), bevor die durch EMIR eingeführte Clearingpflicht für bestimmte OTC-Derivate *en detail* untersucht werden kann (3. Kapitel C.II. Die Clearingpflicht nach EMIR). Die Arbeit beschränkt sich an dieser Stelle zunächst auf die Clearingpflicht, um die weiteren regulatorischen Anforderungen an den Clearingprozess jeweils im Zusammenhang mit der rechtlichen Untersuchung des Clearingablaufs bei der Eurex in den Blick nehmen zu können.

Das vierte Kapitel (Kapitel 4: Das zentrale Clearing von OTC-Zinsderivaten durch die Eurex Clearing AG) stellt den Clearingprozess von OTC-Zinsderivaten durch die Eurex dar. Der Gang der Untersuchung orientiert sich an dem Prozess, wie er sich beim Clearing einer OTC-Zinsderivatetransaktion chronologisch von der Zulassung der Eurex als zentrale Gegenpartei unter EMIR bis zum Settlement und den mit dem Clearing verbundenen Kosten ergeben würde. Die Untersuchung ist so aufgebaut, dass zu jedem Abschnitt zunächst die regulatorischen Anforderungen der EMIR entfaltet werden, um sodann unmittelbar deren Umsetzung im Clearingmodell der Eurex zu demonstrieren. Diese Darstellungsform schärft den Blick für die Zusammenhänge zwischen regulatorischen Vorgaben und rechtstechnischer Umsetzung.

Im fünften Kapitel (Kapitel 5: Bewertung und Ausblick) kommt die Arbeit auf den eingangs aufgeworfenen Analyserahmen zur Regulierung systemischer Risiken und die Ergebnisse zu der Frage, inwieweit solche vom OTC-Derivatemarkt hervorgerufen oder verstärkt werden können, zurück und bewertet die durch die EMIR eingeführte Pflicht zum zentralen Clearing von OTC-Derivaten im Hinblick auf ihre Eignung, solche systemischen Risiken einzudämmen (5. Kapitel A. Bewertung der Clearingpflicht). Abschließend wird ein knapper Ausblick auf zentrale, ungeklärte Fragestellungen für die weitere Entwicklung des zentralen Clearings von OTC-Derivaten gegeben (5. Kapitel B. Weiterentwicklung und Ausblick).

Das Schlusskapitel (Kapitel 6: Synthese) fasst die wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung zusammen.

Kapitel 1

Systemische Risiken und ihre Regulierung

A. Was sind systemische Risiken?

„Systemic risks are for financial market participants what Nessie, the monster of Loch Ness, is for the Scots (and not only for them): Everyone knows and is aware of the danger. Everyone can accurately describe the threat. Nessie, like systemic risk, is omnipresent, but nobody knows when and where it might strike. There is no proof that anyone has really encountered it, but there is no doubt that it exists.“¹

Systemische Risiken sind seit der Finanzkrise der Jahre 2007–2009 in aller Munde. Sie gehören – nach einem schon deutlich älteren Wort von *Hellwig* – zur „Folklore der Diskussion um Banken und Bankenaufsicht“.² Die Selbstverständlichkeit, mit der in Politik, Medien und populärwissenschaftlicher Debatte von dem Begriff Gebrauch gemacht wird, suggeriert, dass es sich dabei um eine fest umrissene Größe, ein klar definiertes Phänomen handelt, das als unerwünscht bis gefährlich empfunden wird und für dessen Verhinderung, Eindämmung oder jedenfalls Kontrolle es eindeutig definierte Mittel und Wege gibt, denen – wie wäre es sonst zur Krise gekommen? – in der Vergangenheit nicht mit der notwendigen Konsequenz zur Geltung verholfen wurde. Wie zu zeigen sein wird, ist dem mitnichten so. Es existiert weder ein einheitlicher Begriff des systemischen Risikos (dazu sogleich 1. Kapitel B.I. Der Begriff des systemischen Risikos), noch herrscht Einigkeit über die Ursachen und Wirkungsweisen systemischer Risiken (dazu sogleich 1. Kapitel A.II. Analyserahmen und 1. Kapitel A.III. Ansteckungseffekte). Dadurch bedingt – für die Rechtswissenschaften besonders bedeutsam – fehlt es bislang auch an einer einheitlichen Regulierungstheorie für den Umgang mit systemischen Risiken (dazu noch 1. Kapitel B. Wie sollte man systemische Risiken regulieren?). Eine solche auf Grundlage der wachsenden wirtschaftswissenschaftlichen Erkenntnisse zu entwickeln wird vielmehr eine Aufgabe – auch – der Rechtswissenschaften in den kommenden Jahren sein. Für die Zwecke dieser Arbeit bleibt angesichts dieses Befundes nur die Mög-

¹ *Sheldon/Maurer*, SJES 134 (1998), 685, 685.

² *Hellwig*, in: Duwendag (Hrsg.), *Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik*, 1998, S. 123, 123.

lichkeit, das Terrain, soweit es erschlossen ist, in seinen groben Grundzügen auszuleuchten und als Arbeitshypothese für die späteren rechtlichen und rechtspolitischen Fragestellungen zugrunde zu legen.

I. Der Begriff des systemischen Risikos

Als Ausgangspunkt der Betrachtung stellt sich zunächst die Frage, was der Begriff des *systemischen Risikos* genau bezeichnen soll.³

I. Wortbedeutung

Unter *Risiko* versteht man – trotz unterschiedlichster Definitionen in verschiedenen wissenschaftlichen Disziplinen – den möglichen Eintritt eines Ereignisses mit negativen Folgen.⁴ Der Begriff des *Systems* geht auf die griechische Antike zurück und bezeichnete dort „ein Ganzes aus Teilen/Gliedern als Ergebnis einer Zusammenstellung“.⁵ Die herkömmliche Verwendung des Adjektivs „systemisch“ findet im Deutschen ihren Ursprung in den Bereichen der Medizin und Biologie und beschreibt etwas, das den gesamten Organismus betrifft.⁶ Der entsprechende englische Begriff – „systemic“ – wird dagegen schon länger auch in einem allgemeineren Sinne verwendet, um etwas zu kennzeichnen, das einem System entspringt oder ein System als solches betrifft.⁷ Klar ist damit, dass es sich bei systemischen Risiken zumindest begrifflich nur um solche Risiken handeln kann, die ein System insgesamt betreffen. Dagegen ist nicht geklärt, ob damit jedes Risiko für das Bestehen oder die Stabilität eines Systems gemeint ist, oder nur gerade solche Risiken, die sich *aus dem System*, also aus endogenen Faktoren wie der Struktur oder Art eines Systems, ergeben. Beides scheint nach der Semantik des Adjektivs „systemisch“ denkbar.

³ Der Ausdruck des „systemischen Risikos“ oder der „systemischen Risiken“ ist bedeutungsgleich mit dem Ausdruck des „Systemrisikos“ oder der „Systemrisiken“. Beide Ausdrücke werden in der Arbeit synonym verwendet.

⁴ <https://de.wikipedia.org/wiki/Risiko>; vgl. auch Springer Gabler Verlag (Hrsg.), Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: Risiko, online im Internet: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/6780/risiko-v14.html>.

⁵ Thier, System – Risiko – Regulierung, Historische Perspektiven, 2. und 3. Juni 2014, S. 5 mit umfangreichen Hinweisen zur historischen Begriffsentwicklung.

⁶ Duden – Deutsches Universalwörterbuch, ⁶2007, S. 1654.

⁷ Vgl. Simpson, The Oxford English Dictionary, ²1989, S. 500, wonach „systemic“ neben der medizinischen auch die generelle Bedeutung „of or pertaining to a system“ zukommt.

2. Bezug zum Finanzsystem

Die kurze semantische Analyse zeigt, dass der Begriff des systemischen Risikos mitnichten auf den Bereich des internationalen Finanzsystems beschränkt ist. Erhebliche Bedeutung entfaltet er etwa auch in der Ökologie und im Ingenieurwesen.⁸ Im Bereich der Rechtswissenschaften war der Begriff bislang ausschließlich im Bereich des privaten Baurechts bekannt. So ist im Rahmen der Vergütungsregelung des § 2 des Teil B der Vergabe- und Vertragsordnung für Bauleistungen (VOB/B) in Bezug auf das sogenannte „Verfahrenssoll“ anerkannt, dass Systemrisiken auftreten können. Darunter wird das Risiko verstanden,

„das [sic] bei einem Verfahren auch bei optimaler Ausführung und bestens erkundeten Vorbedingungen doch Ausreißer, „Erschwernisse“ oder Ausfälle auftreten können, die objektiv unvermeidbar sind.“⁹

Tendenziell sind damit also zufällige, unvorhersehbare Ereignisse gemeint, die von der Stoßrichtung her das bürgerlich-rechtliche Konzept der höheren Gewalt anklingen lassen.¹⁰ Für die Zwecke dieser Arbeit interessiert freilich nur der Begriff des systemischen Risikos, wie er im Zusammenhang mit dem internationalen Banken- und Finanzsystem gebraucht wird. Nach *Hellwig* ist das internationale Finanzsystem ein multinationales, komplexes Geflecht von Institutionen, Märkten und Verträgen, dessen Kernfunktion in der Bereitstellung nutzbringender internationaler Investitionsmöglichkeiten für Kapitalgeber sowie internationaler Finanzmittelbeschaffungsmöglichkeiten für Kapitalnehmer zur Finanzierung von Investitionen, für die die eigenen Finanzmittel nicht ausreichen, zu sehen ist.¹¹ Wenn in der Arbeit von systemischen Risiken die Rede ist, sind damit stets nur solche Risiken gemeint, die das Finanzsystem in diesem Sinne betreffen.¹²

3. Abgrenzung zum Begriff des systematischen Risikos

Abzugrenzen ist der Begriff des systemischen Risikos vom wortähnlichen finanzwissenschaftlichen Begriff des *systematischen Risikos*. Das systematische Risiko beschreibt im Zusammenhang der *Portfoliotheorie* und des hie-

⁸ Vgl. *Kambhu/Weidmann/Krishnan*, FRBNY Econ. Pol. Rev. 13/2 (2007), 25, passim.

⁹ *Kapellmann/Messerschmidt*, in: VOB, Teile A und B, ³2010, Nr. VOB/B § 2 Rn. 39.

¹⁰ Vgl. z.B. zum Begriff der höheren Gewalt im Rahmen der Verjährungshemmung nach § 206 BGB MüKo-BGB/*Grothe*, § 206 Rn. 3.

¹¹ *Hellwig*, in: Hagen/Stein (Hrsg.), *Obst/Hintner: Geld-, Bank- und Börsenwesen*, ⁴⁰2000, S. 3, ebenda.

¹² Vgl. für ein weiter gefasstes Verständnis etwa *Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung* (OECD), *Emerging Systemic Risks in the 21st Century*, 2003, S. 9, dem folgend *Prokopczuk*, *Essays on Systemic Risk*, 2009, S. 2.

rauf basierenden *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dasjenige Risiko einer Wertpapieranlage, das nicht durch Diversifikation in einem effizienten Portfolio wegfällt.¹³ Dieses Risiko wird auch als *Marktrisiko* bezeichnet, für dessen Übernahme der Investor eine Risikoprämie erhält.¹⁴ Hiervon zu unterscheiden ist wiederum das sogenannte *unsystematische Risiko* als dasjenige Risiko einer Wertpapieranlage, das in einem effizienten Portfolio wegdiversifiziert werden kann und für das daher keine Risikoprämie gezahlt wird.¹⁵ Sowohl *systematisches Risiko* als auch *unsystematisches Risiko* sind streng vom Konzept der systemischen Risiken zu unterscheiden.¹⁶

4. Definitionsversuche

Eine einheitliche Definition systemischer Risiken existiert bislang nicht.¹⁷ Der Begriff wird vielmehr vielschichtig und mit unterschiedlichen, dem jeweiligen Kontext angepassten Bedeutungsgehalt verwendet.¹⁸ Allen Definitionen gemein ist, dass es sich um ein Risiko handeln muss, das die Funktionsfähigkeit des gesamten Finanzsystems oder jedenfalls substantieller Teile gefährdet.¹⁹ Darüber hinaus herrscht wenig Einigkeit. Die Unterschiede zwischen den verschiedenen Definitionen beziehen sich auf wenige wiederkehrende Themenkreise, die im Folgenden kurz skizziert werden sollen.

a) Systemisches Risiko und Finanzkrisen

Zunächst ist das Verhältnis des Konzepts der systemischen Risiken zum Begriff der Finanzkrise unklar.²⁰ Vielfach werden beide Begriffe nahezu syno-

¹³ Grundlegend zur Theorie der Risikodiversifikation im Anlageportfolio *Markowitz*, Portfolio Selection, 1959.

¹⁴ Vgl. etwa *Perridon/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, ¹³2004, S. 281.

¹⁵ Zum Ganzen etwa *Brealey/Myers/F. Allen*, Principles of corporate finance, ⁹2008, S. 213 ff.

¹⁶ Statt vieler *Wagatha*, Bank-Praktiker 2009, 528, 528 f.

¹⁷ Dies konstatieren etwa auch *Dow*, MES 18 (2000), 1, 2; *Zimmermann/Bubb*, in: Waldburger/Nobel (Hrsg.), Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts, 2005, S. 745, 748; *Schwarz*, Geo. L.J. 97 (2008), 193, 196; *Köhler*, Zulässigkeit derivativer Finanzinstrumente, 2012, S. 171; *Fuchs*, Close-out Netting, 2013, S. 26; vgl. auch *Anand*, U. Toronto L.J. 60 (2010), 941, 942.

¹⁸ Vergleichende Auflistungen unterschiedlicher Definitionen finden sich etwa bei *Schwarz*, Geo. L.J. 97 (2008), 193, 196 f. und *Prokopczuk*, Essays on Systemic Risk, 2009, S. 3.

¹⁹ *Zimmermann/Bubb*, in: Waldburger/Nobel (Hrsg.), Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts, 2005, S. 745, 748.

²⁰ Vgl. *Zimmermann/Bubb*, in: Waldburger/Nobel (Hrsg.), Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts, 2005, S. 745, 748; *Fuchs*, Close-out Netting, 2013, S. 26.

Sachregister

- Absorptionsfähigkeit (des Marktes für Verluste) 26, 393, 405
- Abtretung 304, 322, 356, 440
- Abwicklungsregime (für CCPs) *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Adressenausfallrisiko *siehe* Risiko (Gegenparteiausfallrisiko)
- Adverse Selektion 398
- Allokationseffizienz 66
- American International Group (AIG) 108, 114, 115, 116, 120
- Anerkannter Anbieter *siehe* Eurex Clearing AG (Anerkanntes Trade Source System)
- Anerkanntes Trade Source System *siehe* Eurex Clearing AG
- Angell-Report 79, 80
- Ansteckung
- durch Assetpreise 21, 35
 - durch Information 33, 417
 - Ansteckungseffekt 17, 19, 20–22, 24 f., 27, 29–33, 35 f., 38–40, 45, 106 f., 109, 112, 114–118, 120 f., 135, 290, 379 f., 388, 393, 395 f., 400, 412, 415, 417, 423
 - Ausfallkaskade *siehe* Dominoeffekt
 - Direkte Ansteckung 40, 112, 114, 116, 380, 388, 415, 417
 - Dominoeffekt 16, 21, 107–109, 114, 388
 - Indirekte Ansteckung 120, 415, 417
 - Verschwinden von Handelsinfrastruktur 21, 35, 36
- Arbitrage 59, 62
- Free Lunch 62
- Aufrechnung 78, 79, 225, 264, 270–273, 275, 282 f., 285, 357, 427, 440
- Aufrechnungsbefugnis 272 f., 285, 420
 - Aufrechnungsvertrag 77–85, 225, 272, 282 f., 427
 - Pactum de Nominibus Compensandis 272, 285, 420
- Auktion *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Ausfallfonds *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Ausfallkaskade *siehe* Ansteckung
- Bankenaufsichtsrecht 43
- Bankensektor 16, 404
- Bankrun 25, 32–34
- Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht 70 f., 73 f., 79, 111, 133, 162, 426
- Basiswert *siehe* Derivate
- Beendigungsgrund *siehe* Eurex Clearing AG
- Behavioral Finance 39, 69, 441
- Besicherung offener Positionen *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Board of Trade Clearing Corporation (BOTCC) 144
- Börsenhandel 3, 58, 120, 145, 222, 345, 376, 398, 420, 446
- Bottom-Up-Approach *siehe* Clearingpflicht
- Bundling 68
- Unbundling 68
- Capital Asset Pricing Model 10
- Cash Settlement *siehe* Derivate
- CCP-Anhang *siehe* Rahmenvertrag
- Cherry Picking *siehe* Wahlrecht (des Insolvenzverwalters)
- Clearing-Anhang *siehe* Rahmenvertrag
- Clearingbedingungen 164, 167, 220, 223 f., 232, 234, 236 f., 248, 254, 261 f., 312, 315, 350, 352 f., 355, 358, 365, 369, 373, 408, 419, 432

- Clearing-Fonds *siehe auch* Ausfallfonds
- Clearinglizenz *siehe* Eurex Clearing AG
- Clearing-Mitglied *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Clearingmodelle 220, 221, 234, 237, *siehe auch* Eurex Clearing AG
- Clearingpflicht 2, 4 f., 73, 123, 126, 131–136, 139, 145, 171, 173 f., 177, 179, 181, 184–188, 190–196, 198–203, 207, 209–211, 264, 270, 285, 311, 373, 377, 379, 381, 383, 389, 396, 401, 409, 411–413, 417–419, 422 f., 433, 434
- Bottom-Up-Approach 191, 193, 196, 209, 418
 - Clearingschwelle 177–180, 182, 189, 190, 270
 - Derivatekategorie 107, 137, 171, 181, 186, 189 f., 192–196, 200, 209, 386, 418
 - Finanzielle Gegenpartei 132, 134, 171, 173 f., 179, 183, 185, 199, 201 f., 209, 418
 - Frontloading 194, 196, 198, 199
 - Gruppeninterne Geschäfte *siehe* Gruppeninterne Geschäfte
 - Nichtfinanzielle Gegenpartei 126, 132–134, 171, 174, 178–182, 184, 189, 201 f., 205, 209 f., 270, 411, 418
 - Rückwirkung 192, 194 f., 198, 199
 - Top-Down-Approach 193 f.
- Clearing-Rahmenvereinbarung *siehe* Rahmenvertrag
- Clearing-Ring 144
- Clearingschwelle *siehe* Clearingpflicht
- Clearingvereinbarung 126, 133 f., 180, 203 f., 220, 222–225, 228, 231, 234, 236–238, 241 f., 251, 253, 256–261, 265, 294, 301 f., 304, 317–319, 322 f., 326, 345, 352, 356, 376 f., 419, 420
- Client Asset Sourcebook (CASS) 221
- Close-out-Netting *siehe* Netting (Liquidationsnetting)
- Collateral Call *siehe* Margin Call
- Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) 138, 407, 426, 429
- Commodity Futures and Trading Commission (CFTC) 125
- Common-Lender-Effekt 26
- Comply-or-Explain-Verfahren 128
- Confirmation Matching 132
- Counterparty Externality 117
- Counterparty Risk *siehe* Risiko (Gegenparteiausfallrisiko)
- Credit Default Swaps *siehe* Derivate
- Cross Margining *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Dealer 59, 75, 91 f., 94, 104, 108, 110, 113 f., 117, 123, 141, 150, 170, 385
- Declearing 409
- Default-Management *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Default-Management Committee *siehe* Eurex Clearing AG
- Deleveraging *siehe* Leverage
- Derivate
- Aktienderivate 51–52, 147, 148, 180, 195, 196, 298
 - Basisswap 53
 - Basiswert 47–49, 52, 55–57, 63 f., 67, 69 f., 103, 107, 112, 119, 154, 180, 183, 188, 416
 - Begriff 47 f.
 - Caps 51, 242
 - Cash Equity Swaps 52
 - Cash Settlement 54, 103, 105, 154, 186
 - CDS Spread 54
 - Collars 51, 242
 - Collateralized Debt Obligations 56
 - Commodity Contracts 54
 - Couponswap 53
 - Credit Default Swaps 54–56, 68 f., 108–110, 113–118, 123 f., 145–147, 157, 160, 171, 199, 200, 385 f., 388 f., 392, 428–430, 434, 447
 - Credit Linked Notes 54 f.
 - Cross Currency Interest Rate Swap 53
 - Deposits 53
 - Derivatekategorie *siehe* Clearingpflicht

- Devisenoptionen 53
- Devisenswaps 53
- Devisentermingeschäfte 53, 83
- Equity-Linked Swaps 52
- Festgeschäft 47 f., 57, 59, 63 f., 119
- Floors 51, 242
- Forward Rate Agreements 50, 242, 276
- Futures 51 f., 57, 64, 69, 146, 149, 237, 298, 397, 441
- Independent Amounts 100
- Indexfutures 51
- Korridore 51
- Kreditderivate 54–56, 95, 113, 115, 119, 123, 132, 196, 199 f., 211, 419, 443, 447
- Minimum Transfer Amounts 100
- Optionen 51 f., 57, 63–65, 67, 189, 203, 390
- Optionsgeschäft 47 f., 56 f., 71
- Over the Counter (OTC) 58 f., 119, 416
- Physical Settlement 54, 103, 154, 186
- Plain Vanilla Swaps 50
- Recovery Value 55
- Reports 53
- Spread 55
- Thresholds 100
- Total Rate of Return Swaps (TRORS) 54, 55
- Währungsderivate 49, 53, 181, 195, 200
- Währungsswaps 53, 144, 147, 431, 437
- Warenderivate 54, 134, 147, 186 f., 196, 209, 210
- Warenswaps 54
- Warentermingeschäfte 54
- Zinsderivate 3, 5, 49–51, 96, 139, 147, 159, 195 f., 198, 200 f., 207, 211, 213, 219–221, 224, 226–228, 236, 242 f., 249, 281, 297, 340, 348, 377, 418 f., 434
- Zinsoptionen 50
- Zinssatzoption 51
- Zinssatzswaps 49–51, 143, 145–147, 152, 242, 276, 278, 280, 290, 298 f., 300, 358, 376, 385–389, 392
- Zinsswaps *siehe* Zinssatzswaps
- Differenzanspruch *siehe* Netting
- Dodd-Frank-Act 105, 125
- Dominoeffekt *siehe* Ansteckung
- Efficient Capital Market Hypothesis 62
- Eigenkapitalrichtlinie (CRD IV) 129, 227
- Eigenkapitalverordnung (CRR) 129, 185, 227
- Eigenmittel 38, 227, 337 f., 340, 342, 347, 392, 421
- Einlagensicherungssystem 33
- Einzelkunden-Kontentrennung *siehe* Zentrale Gegenpartei
- EMIR-Ausführungsgesetz 128, 218, 356, 358, 360, 363 f., 367, 372 f., 439
- Equity-Linked Contracts *siehe* Derivate (Aktienderivate)
- Ermessensspielraum *siehe* Zentrale Gegenpartei
- ESUG 359, 439
- Eurex Clearing AG
 - Additional Margin 297 f.
 - Anerkanntes Trade Source System 227, 236, 241, 251
 - Beendigungsgrund 164, 313 f., 316, 345, 355, 358, 365
 - Clearingbedingungen *siehe* Clearingbedingungen
 - Clearing-Fonds 339–344, 348, 421
 - Clearinglizenz 222, 225–228, 260, 264, 266, 316, 328, 339, 376
 - Clearingvoraussetzungen 255, 257
 - Default-Management Committee 327, 346
 - Eigentransaktion zweier Clearing-Mitglieder 223–231
 - Elementary Omnibus-Grundlagenvereinbarung 265–268, 275, 297, 305, 318 f., 325
 - Elementary Proprietary-Grundlagenvereinbarung 265, 267, 275, 297
 - Gegenstandsbasierte Zuordnung 303, 305
 - General-Clearing-Lizenz 222
 - Grund-Clearingmodell 220–222, 234, 237, 261, 264 f., 269, 271, 275,

- 284, 297, 303, 309, 313, 331–334, 339, 341, 348, 376 f., 381, 420
- Grundlagenvereinbarung 265–268, 271–274, 276, 284, 297 f., 300 f., 303–308, 316 f., 319, 321, 323–326, 331–334, 361
- Individual-Clearingmodell 220–222, 234, 237 f., 264, 332, 428
- Kundentransaktion 231–236
- Liquidationsgruppen 298–300, 310, 327–330, 341 f., 358
- Net Omnibus-Clearingmodell 220, 222, 234
- Novationskriterien 241–243, 251
- OTC Novation Report 243
- OTC-Clearing-Lizenz 222
- Price Alignment Interest 301
- Prisma 164, 298–300, 310, 341, 342–344, 358, 377, 420, 432
- Registrierter Kunde 222, 236, 258 f., 261
- Risk Based Margining 298
- Transaktion unter Beteiligung eines Registrierten Kunden 236–239
- Transaktionsdatensatz 241 f., 251, 255, 258
- Wertbasierte Zuordnung 303, 305
- Zinsderivate-Clearing-Lizenz 231
- Europäischer Pass 213
- European Market Infrastructure Regulation (EMIR) 2
- European Systemic Risk Board (ESRB) 181
- Executing Broker-Modell 231 f., 234 f.
- Exposure 21, 25 f., 28 f., 31, 99–101, 110, 113, 120, 142, 170, 384–390, 417, 422, 430, 436, 444, 448
- Gesamtexposure 383, 386
- Externalitäten 44 f., 393, 412, 423

- Federal Reserve System 115
- Festgeschäft *siehe* Derivate
- Finalitätsrichtlinie 78, 215, 350, 352–355, 357, 375, 421
- Finanzielle Fragilitätshypothese 36
- Finanzielle Gegenpartei *siehe* Clearingpflicht
- Finanzkrise
 - Finanzkrise 2007–2009 1 f., 4 f., 7, 14 f., 19, 38, 41, 44, 56, 68, 71, 108 f., 114, 120, 123, 336, 393 f., 415, 417, 448
 - Finanzkrisentheorie 12, 415
 - Finanzsystem 9, 12 f., 16 f., 19 f., 22, 25, 36, 38–40, 73, 114–116, 120, 417, 428
 - Finanzsystemstabilität 41, 43, 415
 - Foreign Exchange Contracts *siehe* Derivate (Währungsderivate)
 - Fristentransformation 25, 37
 - Funktionsfähigkeit (der Kapitalmärkte) 1, 43
 - institutionelle 43
 - operationale 66
 - Funktionsfähigkeit (des Finanzsystems) 10, 110
 - Futures *siehe* Derivate

 - G20-Gipfel
 - Cannes 125, 133
 - Pittsburgh 105, 124, 129, 207, 417
 - Gegenparteiausfallrisiko *siehe* Risiko
 - Geregelter Markt 186, 188
 - Glattstellung (von Positionen) *siehe* Zentrale Gegenpartei
 - Graphentheorie 22, 24
 - Great Depression 1, 11, 32, 34
 - Grundlagenvereinbarung *siehe* Eurex Clearing AG
 - Gruppeninterne Geschäfte 131, 196–198, 200–202, 209–211, 419

 - Haftungsordnung 44, 412, 416
 - Haircut 103, 293, 407
 - Hedge-Fonds 1, 13 f., 65
 - Hedging *siehe* Risikoabsicherung
 - Herdenverhalten 39
 - Herstatt-Risiko *siehe* Risiko

 - Informationsasymmetrie 34, 395
 - Initial Margin 39, 58, 101, 103, 109, 111, 120, 133, 153, 159–162, 164, 167, 208, 228, 242, 269, 276, 286 f., 290 f., 297–299, 301–303, 306 f., 309 f., 321, 323, 328 f., 333, 340, 347, 371 f., 391, 398–402, 407, 412, 417 f., 420, 423, 437

- Konfidenzintervall 287 f., 291, 309, 398
- Liquidationsperiode 287, 289, 291, 299, 309, 371
- Lookback-Zeitraum 287 f., 291, 309
- Insolvenzfestigkeit (von Maßnahmen des Default-Management) 348, 374
- Insolvenzrecht (anwendbares) 348
 - Lex Fori Concursus 349
 - Lex Systema 350 f., 375, 421
- Insolvenzrechtliche Privilegierung (von CCPs) 87 f., 102, 129, 142, 183, 202, 355, 357 f., 360, 362, 365–367, 369 f., 373–375, 378, 393, 412, 421–423
- Safe Harbour 182, 363, 375, 422
- Interbankenmarkt 21, 25, 30, 40, 113
- Interconnectedness *siehe* Vernetzung
- International Organization of Securities Commissions 14, 20, 106, 111, 133, 138, 162, 227, 407, 426, 429, 439, 447
- Interoperabilität *siehe* Zentrale Gegenpartei
- ISDA Masteragreement *siehe* Rahmenvertrag

- Kasino-Kapitalismus 68, 446
- Kassamarkt 47, 64, 67, 164
- Konfidenzintervall *siehe* Initial Margin
- Kontenstruktur *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Kontentrennung *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Kontrahentenrisiko *siehe* Risiko (Gegenparteiausfallrisiko)
- Kreditderivate *siehe* Derivate
- Kreditrisiko *siehe* Risiko (Gegenparteiausfallrisiko)

- Larosière-Bericht 14, 105 f., 117 f., 123, 125, 447
- Lehman Brothers 1, 36, 85, 111, 115, 118, 124, 165, 371, 394, 397
- Leverage 37, 64 f., 116, 447
 - Deleveraging 37, 39
- Liquidationsgruppen *siehe* Eurex Clearing AG

- Liquidationsperiode *siehe* Initial Margin
- Liquiditätsrisiko *siehe* Risiko
- Long Term Capital Management (LTCM) 14
- Lookback-Zeitraum *siehe* Initial Margin
- Lösungsklauseln 84–87, 98, 431, 446, 448

- Maintenance Margin 58
- Margin Call 100 f., 107, 113, 159, 290 f., 306
- Margin Period of Risk (MPR) 101, 111, 160, 162, 164, 166, 287, 289, 335, 417
- Marginsicherheiten 102, 109 f., 112, 120, 159, 161, 163, 167, 203, 207, 232, 267, 270, 275, 286, 290, 293 f., 302, 306–309, 321, 333, 335–338, 340, 342, 347, 356, 367, 369, 421
- Market Maker 36, 75, 91, 93, 141
- Marktdesign 390, 402, 412, 422
- Marktkonzentration 107–109, 116, 210, 385
- Mark-to-Market 35, 425
- Mark-to-Model 133
- Marktrisiko *siehe* Risiko
- Master Agreement *siehe* Rahmenvertrag
- Matched Book *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Matching 75, 91 f., 95 f., 151 f., 240
- Maximum-Entropie-Methode 30 f.
- Meldepflicht 134–136, 444
- MiFID II 130, 188, 402, 410 f., 437
- MiFIR 130, 188, 207, 209, 410 f., 413, 436
- Moral Hazard 39, 403, 412, 431
- Multilaterales Handelssystem 48, 186, 188, 410
- Multilaterales Netting *siehe* Zentrale Gegenpartei

- Nachschuss 100, 159, 168, 174, 309, 337, 343, 348, 385, 391, 394, 397, 421
- Netting
 - Begriff 77–80

- Differenzanspruch 163, 166, 317, 331–335, 342, 347, 366, 369, 373, 381, 421
- Liquidationsnetting 76 f., 79, 80, 83, 85, 90, 96, 98 f., 101, 104, 157, 162, 166, 208, 232, 237 f., 266, 270, 284, 302, 331 f., 334 f., 341 f., 347, 357, 359, 365, 367 f., 374, 378, 381, 416, 418, 420 f.
- Novationsnetting 80–83, 157, 276, 281, 284 f., 361, 366, 378, 381, 420
- Zahlungsnetting 80 f., 90, 103 f., 157, 271, 273 f., 285, 300, 302, 416, 420
- Nettingeffizienz 383–386, 389 f., 402, 403 f., 406, 413, 422
- Nettingmöglichkeiten 208, 382, 384, 422
- Netzwerk
 - Interbankennetzwerk 25 f., 29–31, 112
- Netzwerkmodelle 22, 24 f., 29, 36, 40, 109, 112 f., 415
- Nichtfinanzielle Gegenpartei *siehe* Clearingpflicht
- Nominalbetrag 49, 51
- Novation 80–83, 134, 231, 243 f., 246–252, 254 f., 258, 262, 281–284, 307, 377, 419, 439
 - abstrakte 244 f., 247, 249
 - Animus Novandi 245, 249, 281
 - Causa Novandi 245
 - Ersetzungsabrede 247, 249, 252 f., 262
 - Ersetzungszweck 245, 247, 253
 - kausale 244, 282 f., 286, 378, 420
- Novationsnetting *siehe* Netting
- Omnibus-Kunden-Kontentrennung *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Optionen *siehe* Derivate
- Optionsgeschäft *siehe* Derivate
- Ordre Public 350
- Organisiertes Handelssystem 187 f., 411
- OTC *siehe* Derivate (Over the Counter)
- Outright Transfer *siehe* Vollrechtsübertragung
- Over the Counter (OTC) *siehe* Derivate
- Parteiwechsel 244, 247, 262, 419
- Patronatserklärung 98, 343, 348, 421
- Payment Netting *siehe* Netting (Zahlungsnetting)
- Pfandrecht 102, 305, 322–326, 332, 333, 346, 357, 438, 440
- Physical Settlement *siehe* Derivate
- Plattformpflicht 411, 413, 423
- Portfolio Reconciliation 132
- Portfoliokomprimierung 134, 179
- Portfolitheorie 9
- Porting *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Post-Trading-Phase 223
- Preiskorrelation 292, 337
- Pre-Trading-Phase 76, 104, 151, 222, 240
- Principal-to-Principal-Modell 206, 348
- Prisma *siehe* Eurex Clearing AG
- Promisel-Report 14
- Prozyklische Effekte 38, 290 f., 399
- Race to the Bottom 399
- Rahmenvereinbarung *siehe* Rahmenvertrag
- Rahmenvertrag 76, 80 f., 83–85, 88–90, 95 f., 98 f., 102, 104, 206, 224 f., 228–236, 238, 251–253, 255–257, 260 f., 265, 359, 382, 409, 416, 419, 428, 436, 440
 - Besicherungsanhang 99
 - CCP-Anhang 233 f., 236, 238
 - Clearing-Anhang 229 f., 233 f., 236, 238, 241, 252 f., 255–257, 260, 428
 - Clearing-Rahmenvereinbarung 232–234, 236, 238, 428, 441
 - Deutscher Rahmenvertrag (DRV) 89
 - ISDA 54, 81, 83–85, 88–90, 95, 98–102, 109 f., 168, 170, 221, 228–230, 233, 407, 439, 444
- Realwirtschaft 2, 15, 17, 60, 67, 150, 183, 201, 210, 390, 430, 442
- Rechtsrisiko *Siehe* Risiko
- Registrierter Kunde *siehe* Eurex Clearing AG
- Regulierungstheorie 2, 7, 40, 42, 46, 415
- Rehypotheccation 103 f., 109 f., 112, 120, 162, 310, 417
- Repo-Geschäfte 21, 296, 308

- Risiko 8
 - Betriebsrisiko 74, 217
 - Finanzierungsrisiko 73
 - Gegenparteiausfallrisiko 55 f., 59, 70–73, 76 f., 81–83, 90, 97 f., 103–106, 109 f., 114, 116, 120, 129, 130, 132, 134 f., 140–142, 153 f., 157, 165, 178, 184, 192, 207 f., 217, 230, 247, 271, 274, 285, 289, 294, 345, 377 f., 380–382, 387 f., 390 f., 393, 396, 399, 400, 402, 412, 416–418
 - Herstatt-Risiko 104, 274 f.
 - Liquidierungsrisiko 73
 - Liquiditätsbeschaffungsrisiko 400
 - Liquiditätsrisiko 70, 73, 293, 300
 - Marktliquiditätsrisiko 73
 - Marktrisiko 10, 70, 92, 101, 114, 164–166, 217, 293, 295, 300, 327, 336
 - Modellrisiko 74
 - Operationelle Risiken 70, 94, 97, 416
 - Rechtsrisiko 70, 74 f., 216
 - Systematisches Risiko 9 f., 18
 - Systemische Risiken *siehe* Systemische Risiken
 - Unsystematisches Risiko 10, 18
 - Wrong-Way Risk 170
- Risikoabsicherung 59 f., 63, 66, 69, 110, 112, 119, 150, 165 f., 183, 208, 210, 289, 327, 331, 335, 357, 365–367, 394, 416, 418
- Macro-Hedge 61, 164, 166, 327, 421
- Micro-Hedge 61
- Portfolio-Hedge 61, 183
- Proxy-Hedging 183
- Risikomanagement 52, 60, 70 f., 73 f., 81, 97, 104, 132, 134, 142, 154, 164, 169, 183, 230, 262 f., 269, 285, 297, 310, 327, 345, 348, 377 f., 383, 391 f., 395, 397, 408, 412 f., 416, 422, 425 f., 430, 432, 436 f.
- Risk Based Margining *siehe* Eurex Clearing AG
- Safe Harbour *siehe* Insolvenzrechtliche Privilegierung (von CCPs)
- Schock 18, 20 f., 23, 26, 44
 - Assetpreis-Schock 397
 - Idiosynkratischer Schock 18
 - Liquiditätsschock 25, 112, 114, 387–389, 401
 - Makroschock 17 f.
- Schuldübernahme 322, 356, 440, 443
- Schuldumschaffung *siehe* Novation (kausale)
- Securities Exchange Commission (SEC) 125
- Segregation 133, 158, 161 f., 220, 361, 376, 394, 430
- Self-fulfilling Prophecy 34
- Settlement Netting *siehe* Netting (Zahlungsnetting)
- Single-Agreement-Klausel 84, 97
- Spekulation 11, 59, 62, 68 f., 426, 441
- Spread *siehe* Derivate
- Statistische Modelle 36, 415
- Stresstest 24, 29 f., 113 f., 296 f., 388 f.
- Subprime-Blase 1, 2, 38, 115, 438
- System (Definition) 8
- Systematisches Risiko *siehe* Risiko
- Systemic Event *siehe* Systemische Ereignisse
- Systemische Ereignisse 16 f., 260 f., 345, 415, 420
- Systemische Risiken 3 f., 7–11, 13, 15, 37, 40, 44 f., 47, 106 f., 112, 117, 121, 123, 137, 184, 209, 353, 393, 412, 417 f.
- Einführung 7–40
- Systemstabilität 102, 184, 375, 379
- Technische Regulierungsstandards 126 f., 133–137, 180, 190–192, 194–201, 204, 216, 286, 288, 290–293, 295 f., 299, 309, 336–338, 347, 377, 397, 400, 411, 418, 420, 433
- Termingeschäfte 47 f., 53
- Too-big-to-fail-Problematik 44
- Top-Down-Approach *siehe* Clearingpflicht
- Trade Affirmation 95 f.
- Trade Capture 94, 104, 152
- Trade Confirmation 95, 104, 240
- Trade Verification 95 f.
- Transaktionsdatensatz *siehe* Eurex Clearing AG

- Transaktionsregister 2, 42, 58, 71, 73, 105, 124–128, 131, 135–138, 208, 218, 363, 365, 372, 396, 417, 438, 441
- Trigger Event 16
- Übersicherung 307
- Underlying *siehe* Derivate (Basiswert)
- Unmittelbares Clearing 232
- Unsystematisches Risiko *siehe* Risiko
- Untersicherung 110, 117, 401
- Value-at-Risk 38 f., 161, 287, 290, 309, 386, 420
- Variation Margin 58, 101, 104, 111, 120, 133, 154, 159, 161, 167, 169, 170, 174, 275, 286, 289 f., 297, 300–302, 307–309, 318, 321, 391, 398, 412, 416, 418, 423
- Vergemeinschaftung von Verlusten *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Verlustwasserfall *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Vernetzung 13, 25, 109, 117, 119 f., 192, 403, 405
- Vertrauenskrise 117 f., 120, 417
- Vervollständigung (der Kapitalmärkte) 67
- Volatilität 63, 160, 287 f., 290 f., 299, 336, 393, 398
- Marktvolatilität 337, 397
 - Preisvolatilität 65, 293, 400
- Vollrechtsübertragung 101 f., 104, 294 f., 302, 321, 377, 417, 420
- Vorvertrag 224, 377
- Wahlrecht (des Insolvenzverwalters) 77, 85, 104, 416
- Warenderivate *siehe* Derivate
- Wasserfallprinzip *siehe* Zentrale Gegenpartei
- Wertpapiersammelbank 304, 323 f.
- Wrong-Way Risk *siehe* Risiko
- Zahlungsnetting *siehe* Netting
- Zahlungsverkehrsnetting *siehe* Netting (Zahlungsnetting)
- Zentrale Gegenpartei
- Abwicklungsregime 402, 408–410
 - Auktion 85, 165 f., 171, 313, 328–331, 334 f., 343, 346 f., 357 f., 365–367, 369, 371, 378, 394, 421, 431
 - Ausfallfonds 163, 167, 208, 216, 335–339, 341, 347, 353, 385, 391, 393 f., 397, 404, 418, 421, *siehe auch* Eurex Clearing AG (Clearing-Fonds)
 - Begriff und Funktion 139–143
 - Besicherung (Überblick) 159–164
 - Besicherung offener Positionen 104, 120, 142, 163, 207, 263, 309 f., 377, 416, 420
 - CCPs für OTC-Derivate in Europa 143–148
 - Clearing-Mitglied 148, 221 f., 250, 259, 431
 - Cross Margining 163, 292, 296, 298, 309 f., 377, 420
 - Default-Management 154, 164–168, 171, 263, 284, 289, 295, 310–313, 329–331, 345, 347 f., 359, 363, 365 f., 368, 370, 374–376, 378, 393, 395, 412, 420–423
 - Eigenkapitalausstattung 134, 215, 218, 260
 - Einzelkunden-Kontentrennung 158, 163, 220–222, 236, 263 f., 312, 332
 - Ermessensspielraum 312, 345 f., 368 f., 375, 378
 - Glattstellung (von Positionen) 165 f., 298–300, 313, 341 f., 345, 347, 365–369, 375, 421
 - Interoperabilität 151, 214, 404–406
 - Kontenstruktur 158, 267, 269, 328
 - Kontentrennung 161, 263 f., 266
 - Lines of Defense 397
 - Macro-Hedging *siehe* Risikoabsicherung
 - Matched Book 140, 165, 208, 328, 331, 346, 365, 367, 418, 421
 - Multilaterales Netting 154–158, 169, 381–383, 385–387, 392, 401–403, 412, 418, 422
 - Nicht-Clearing-Mitglied 148
 - Omnibus-Kunden-Kontentrennung 158, 162 f., 220–222, 263 f., 312, 332, 361

- Porting 162, 165, 171, 208, 311, 318–321, 326, 328, 332, 345 f., 355–357, 359, 361, 363 f., 366, 372 f., 375 f., 378, 394, 418, 420
- Vergemeinschaftung von Verlusten 142, 167, 392
- Verlustwasserfall 167 f., 208, 311, 334, 341–344, 347, 377 f., 392, 397, 407, 418
- Wasserfallprinzip 167, 338, 347, 421
- Zulassung 213–219
- Zentrales Gegenpartei
 - Multilaterales Netting 208, 285, 380, 382, 399
- Zielkonflikt (bei der Clearingpflicht unter EMIR) 399, 402, 412, 422
- Zinsoptionen *siehe* Derivate
- Zinssatzswaps *siehe* Derivate