



Hans Kuhn*

Die Regulierung des Derivatehandels im künftigen Finanzmarktinfrastrukturgesetz

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Anstoss und Rechtfertigung der Derivateregulierung
 1. Anstoss
 - 1.1 Die Pittsburgh-Erklärung der G20
 - 1.2 Konkretisierung des Regulierungsprogramms
 - 1.3 Umsetzung in den G20-Mitgliedstaaten
 2. Rechtfertigung und Regelungsbedarf
- III. Die Derivateregulierung im Vorentwurf FinfraG
 1. Ausgangslage und Überblick
 - 1.1 Gang und Stand der Arbeiten
 - 1.2 Überblick
 - 1.3 Rechtfertigung und Zweck
 - 1.4 EU-Recht und internationale Standards
 2. Anwendungsbereich
 - 2.1 Sachlicher Anwendungsbereich
 - 2.2 Persönlicher Anwendungsbereich
 - 2.3 Räumlicher Anwendungsbereich
 3. Massnahmen zur Risikobegrenzung
 - 3.1 Überblick
 - 3.2 Clearingpflicht
 - 3.3 Risikominderungspflichten für nicht standardisierte Derivate
 - 3.4 Bewertung der Clearing- und Risikominderungspflichten
 4. Plattformhandelspflicht
 5. Offenlegung von OTC-Derivategeschäften
 - 5.1 Begriff und Rechtfertigung
 - 5.2 Transaktionsregister
 - 5.3 Meldepflichtige Gegenparteien
 - 5.4 Inhalt und Modalitäten der Meldung
 - 5.5 Zugang zu den Daten
 - 5.6 Bewertung der Transparenzpflichten
 6. Eigenkapitalanforderungen
- IV. Ergebnisse und Schluss

I. Einleitung

Der Bundesrat hat Ende 2013 den Vorentwurf für ein Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastruktur (VE-FinfraG) in die Vernehmlassung geschickt.¹ Anlass und zentrales Element des umfangreichen Gesetzgebungs-

projekts ist die Regulierung des ausserbörslichen Handels mit Derivaten (OTC-Derivate). Diese umfasst zwei Hauptpfeiler: Zur Kontrolle von Gegenparteirisiken müssen standardisierte OTC-Derivate einerseits künftig über zentrale Gegenparteien abgerechnet werden (sog. Clearingpflicht). Sind Derivate aufgrund ungenügender Standardisierung für eine Abwicklung über eine zentrale Gegenpartei nicht geeignet, so greifen Besicherungs- und andere Risikominderungspflichten. Andererseits sieht der Vorentwurf umfassende Offenlegungspflichten für Derivategeschäfte vor und schafft eine Rechtsgrundlage, um Gegenparteien zu verpflichten, standardisierte Derivate über eine Börse oder eine andere Handelsplattform zu handeln (sog. Plattformhandelspflicht).

Mit dem Gesetzesentwurf erreicht eine Regulierungswelle die Schweiz, die am Pittsburgh-Gipfel der Staats- und Regierungschefs der 20 grössten Volkswirtschaften (G20) im September 2009 in Gang gesetzt worden ist. An diesem Gipfel verständigten sich die G20 auf ein umfangreiches Regulierungsprogramm, mit dem die Lehren aus der Finanzkrise gezogen werden sollten. Derivate waren zwar nicht Ursache der Finanzkrise, doch soll diese strukturelle Schwächen der OTC-Derivatemärkte offengelegt haben, die zum Aufbau von systemischen Risiken beitrugen.² Seitdem zählt die Derivateregulierung zum Kernprogramm der internationalen Finanzmarktregulierung und wird durch den Finanzstabilitätsrat (*Financial Stability Board*, FSB) und andere internationale Standardsetzer mit grossem Einsatz vorangetrieben.³

Die Rechtfertigung für die von den G20 vorangetriebene Derivateregulierung ist allerdings nicht in allen Teilen gleich überzeugend. Zwar ist die Abwicklung von Derivategeschäften über eine zentrale Gegenpartei grundsätzlich geeignet, Gegenparteirisiken in grossem Umfang

tur (FinfraG), Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage (29. November 2013; zit. *Erläuterungsbericht*).

² FSB, Implementing OTC Derivatives Market Reforms (25. Oktober 2010, zit. *OTC Derivatives Market Reform*), S. 1; vgl. auch EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 7 f.

³ Vgl. dazu den Brief des FSB-Vorsitzenden Mark Carney an die G20 Finanzminister und Notenbankgouverneure vom 4. April 2014, S. 4, abrufbar unter <http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_140411.pdf> (zuletzt besucht 12.4.2014).

* Dr. iur., Rechtsanwalt, LL.M. (Tulane).

¹ «Bundesrat eröffnet Vernehmlassung zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz»; Medienmitteilung, 13.12.2013. Vgl. auch Eidg. Finanzdepartement (EFD), Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastruktur

zu reduzieren. Diese positiven Effekte werden jedoch durch ungelöste Gesetzeskonflikte im grenzüberschreitenden Verhältnis in Frage gestellt. Zudem verschwinden Gegenpartearisiken durch Zwischenschaltung einer zentralen Gegenpartei nicht einfach, sondern werden bei dieser konzentriert. Damit wird eine weitere Kategorie von Institutionen geschaffen, die zu wichtig sind, als dass ihr Ausfall hingenommen werden könnte. Mit Finanzstabilitätsüberlegungen kaum zu rechtfertigen sind die Plattformhandlungspflicht und vor allem die Offenlegungspflichten.

Die Schweiz ist zwar an Beschlüsse der G20 nicht gebunden, hat sich jedoch bereits früh auf eine Unterstützung der Regulierungsagenda für die Derivatemärkte festgelegt. Die USA und die Europäische Union haben die Derivateregulierung zudem so umgesetzt, dass sie teilweise auch extraterritorial anwendbar ist und damit auch Schweizer Gegenparteien erfasst. Insbesondere das EU-Recht setzt starke Anreize, damit Drittstaaten äquivalente Regulierungen erlassen. Der Handlungsspielraum der Schweiz dürfte damit faktisch sehr gering sein.

Dieser Aufsatz versucht, die vom Bundesrat vorgeschlagene Regelung des Derivatehandels vor dem Hintergrund der Entwicklungen auf internationaler Ebene und im Ausland einzuordnen und zu würdigen. Dazu zeichnet er in einem ersten Teil den Gang der Arbeiten auf internationaler Ebene nach und fragt, weshalb Derivate in den Fokus von Regulatoren und Aufsichtsbehörden geraten sind (Ziff. II). Der Hauptteil erläutert zunächst Gang und Stand der Arbeiten am Vorentwurf (Ziff. III/1) und analysiert dann den sachlichen und den räumlich-persönlichen Geltungsbereich (Ziff. III/2). Weitere Abschnitte untersuchen die Massnahmen zur Risikobegrenzung (Clearingpflicht sowie Risikominderungsspflichten für nicht standardisierte Derivate, Ziff. III/3), die Plattformhandlungspflicht (Ziff. III/4), die Offenlegungspflichten (Ziff. III/5) sowie die Eigenkapitalanforderungen an Derivategeschäfte (Ziff. III/6). Eine Zusammenfassung der Ergebnisse und eine Würdigung bilden den Schluss (Ziff. IV).

II. Anstoss und Rechtfertigung der Derivateregulierung

1. Anstoss

1.1 Die Pittsburgh-Erklärung der G20

Der Anstoss für die globale Derivateregulierung erfolgte im September 2009 am Pittsburgh-Gipfel der Staats- und Regierungschefs der G20. In Pittsburgh verständigten sich die G20 unter anderem auch auf ein umfangreiches Programm zur Regulierung der Finanzmärkte, mit dem die Lehren aus der Finanzkrise gezogen werden sollten.

Ein Element dieses Programms war die Reform der Derivatemärkte.⁴ Insbesondere verpflichteten sich die G20, bis Ende 2012 eine Clearingpflicht für standardisierte OTC-Derivate einzuführen und für Derivate, die nicht über eine zentrale Gegenpartei abgerechnet werden können, schärfere Kapitalanforderungen vorzusehen. Weiter verabredeten die G20 zur Verbesserung der Transparenz umfassende Meldepflichten für Derivategeschäfte.⁵

1.2 Konkretisierung des Regulierungsprogramms

Der Pittsburgh-Erklärung lag weder eine robuste Begründung noch eine detaillierte Analyse des Handlungsbedarfs und der Regulierungsoptionen zu Grunde. Deshalb betrauten die G20 den Finanzstabilitätsrat mit der Konkretisierung ihrer Absichtserklärung. Der Rat hat dazu im Oktober 2010 einen Bericht mit 21 Empfehlungen zur Umsetzung der Derivatereform veröffentlicht.⁶ Zudem überwacht der Finanzstabilitätsrat seitdem die Umsetzung dieser Empfehlungen mit bisher sieben Fortschrittsberichten.⁷

Die Derivateregulierung zählt für die internationalen Standardsetzer inzwischen zu den weitläufigsten Regulierungsthemen überhaupt. In seinem 7. Fortschrittsbericht listet der Finanzstabilitätsrat nicht weniger als 27 Berichte und Untersuchungen auf, in denen internationale Gremien und Arbeitsgruppen die Pittsburgh-Erklärung zur Derivateregulierung konkretisiert und weiterentwickelt haben⁸; in nochmals sieben Bereichen sind Arbeiten noch im Gang.⁹ So hat die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (*International Organization of Securities Commission, IOSCO*) Grundsätze für die Clearingpflicht vorgelegt.¹⁰ Zusammen mit dem Ausschuss für Zahlungs- und Abwicklungssysteme (*Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS*) hat IOSCO ausserdem Grundsätze für

⁴ Der Wortlaut der Schlusserklärung von Pittsburgh ist abgedruckt in der *Financial Times*, 25.9.2009, <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5378959c-aa1d-11de-a3ce-00144feabdc0.html#axzz2vGsB2HXH>> (zuletzt besucht 31.3.2014).

⁵ An den Gipfeln von Toronto (Juni 2010) und Cannes (November 2011) bekräftigten die G20 diese Absichten und ergänzten das Programm zugleich um die Pflicht zur Besicherung von Derivategeschäften, die nicht über zentrale Gegenparteien abgewickelt werden. Ferner verpflichteten sie sich dazu, das Regulierungsprogramm in einer international konsistenten und nicht diskriminierenden Weise umzusetzen. Vgl. Cannes Summit Final Declaration, Ziff. 24, abrufbar unter <<http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-declaration-111104-en.html>>; Schlusserklärung des Gipfels von Toronto, Ziff. 19, abrufbar unter <www.g20.utoronto.ca/2010/g20_declaration_en.pdf> (beide zuletzt besucht 31.3.2014).

⁶ FSB, OTC Derivatives Market Reforms (FN 2), *passim*.

⁷ Vgl. zuletzt FSB, OTC Derivatives Market Reforms, Seventh Progress Report on Implementation (8. April 2014, zit. *FSB, Progress Report*).

⁸ FSB, Progress Report (FN 7), S. 61 ff.

⁹ FSB, Progress Report (FN 7), S. 60.

¹⁰ IOSCO, Requirements for Mandatory Clearing (February 2012).

die Sammlung von Daten durch Transaktionsregister¹¹ sowie den Zugang zu diesen Daten durch Behörden¹² erarbeitet. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (*Basle Committee on Banking Supervision*, BCBS) hat Standards für die Besicherung von nicht zentral abgerechneten Derivategeschäften vorgelegt¹³ und im Rahmen der Überarbeitung der Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel III) die Kapitalanforderungen für Derivategeschäfte verschärft.¹⁴ Mit dem OTC Derivatives Regulators Forum (ODRF) hat sich ausserdem 2009 eine neue Institution zur Koordination der Regulierungsarbeiten im Derivatebereich gebildet.¹⁵

1.3 Umsetzung in den G20-Mitgliedstaaten

In den Vereinigten Staaten ist die Derivatereform als Title VII des Dodd-Frank-Acts¹⁶ bereits im Sommer 2010 verabschiedet worden. Die Europäische Union folgte 2012 mit der Europäischen Marktinfrastrukturverordnung (EMIR).¹⁷ In den anderen Mitgliedstaaten der G20 sind die Arbeiten für eine Regulierung der Derivatemarkte unterschiedlich weit vorangeschritten.¹⁸ Während bis Ende 2014 praktisch alle G20-Staaten Offenlegungs- und Eigenkapitalvorschriften umgesetzt haben werden, kennt bisher nur eine Minderheit Rechtsgrundlagen für die Clearingpflicht und die Risikominderungspflichten für nicht standardisierte Derivate.¹⁹ Auch in Sachen Plattformhandlungspflicht scheint international kein Konsens zu bestehen²⁰; im April 2014 waren nur in den USA sowie in China und Indonesien entsprechende Rechtsgrundlagen in Kraft.

2. Rechtfertigung und Regelungsbedarf

Die Pittsburgh-Erklärung von 2009 begründet die Notwendigkeit einer schärferen Regulierung der Derivatemarkte nicht weiter und kann sich dazu auch nicht auf vorgängige Arbeiten von anderen internationalen Gre-

mien berufen.²¹ Der FSB-Bericht zur Derivatereform, das bis heute wichtigste Grundlagendokument dazu, rechtfertigt das Regulierungsprogramm wie folgt²²:

«*OTC derivatives benefit financial markets and the wider economy by improving the pricing of risk, adding to liquidity and helping market participants manage their risks. While markets in certain OTC derivatives asset classes continued to function well throughout the recent financial crisis, the crisis exposed weaknesses in OTC markets that had contributed to the build-up of systemic risk. These weaknesses included the build-up of large counterparty exposures between particular market participants which were not appropriately risk-managed; contagion risk arising from the interconnectedness of OTC derivatives market participants; and the limited transparency of overall counterparty credit risk exposures that precipitated a loss of confidence and market liquidity in time of stress.*»

Derivategeschäfte waren insbesondere mitursächlich für den Kollaps des US-Versicherungskonzerns AIG, den die Regierung und die Notenbank der USA im Herbst 2008 nur dank Staatshilfen im Umfang von über USD 182 Mrd. abwenden konnte.²³ Der Konzern hatte über die Londoner Niederlassung der Tochtergesellschaft AIG Financial Products (AIGFP) in grossem Stil Kreditderivate (*Credit Default Swaps*, CDS) zur Absicherung von Kreditrisiken auf Verbriefungen von minderwertigen Hypotheken (*subprime mortgage-backed securities*) geschrieben. Diese Positionen erreichten 2007 einen Nominalwert von USD 79 Mrd.²⁴, waren aber weder mit

¹¹ IOSCO/CPSS, Report on OTC derivatives data reporting and aggregation requirements, Final Report (January 2012).

¹² IOSCO/CPSS, Authorities' access to trade repository data (August 2013).

¹³ BCBS/IOSCO, Margin requirements for non-centrally cleared derivatives (September 2013).

¹⁴ Vgl. BCBS, Capital requirements for bank exposures to central counterparties (July 2012).

¹⁵ Im ODRF haben Aufsichtsbehörden und Zentralbanken aus 21 Staaten sowie der EU Einsitz genommen. Die Schweiz ist durch die Eidg. Finanzmarktaufsicht (FINMA) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) vertreten. Weitere Informationen unter <<http://www.otcdrf.org>> (zuletzt besucht 31.3.2014).

¹⁶ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub.L. 111–203, H.R. 4173.

¹⁷ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR), ABl. 27.7.2012, L. 201.

¹⁸ Vgl. dazu den Überblick in FSB, Progress Report (FN 7), S. 5 ff., 40 ff.

¹⁹ FSB, Progress Report (FN 7), S. 5 f.

²⁰ FSB, Progress Report (FN 7), S. 21 f.

²¹ Ein CPSS-Bericht war noch 2007 zum Schluss gekommen, dass die «Infrastruktur für die Abwicklung von OTC-Derivaten seit 1995 massgeblich gestärkt wurde, dass aber in einigen Bereichen weitere Fortschritte notwendig sind»; vgl. CPSS, New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives (Basel, März 2007), 5 f. Auch der de Larosière-Bericht, der im Auftrag der EU-Kommission die Lehren aus der Finanzkrise zu ziehen versuchte, identifizierte Kreditderivate als eine der Ursachen der Krise und empfahl die Standardisierung von OTC-Derivaten sowie die Abwicklung von Kreditderivaten über eine zentrale Gegenpartei, blieb aber mit seinen Empfehlungen weit hinter der Pittsburgh-Erklärung zurück. Vgl. JACQUES DE LAROSIÈRE, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report (Brussels, 25. 2. 2009), S. 25.

²² FSB, OTC Derivates Market Reforms (FN 2), S. 1.

²³ Die Umstände, die zur Rettung von AIG führten, sind dargestellt in The Financial Crisis Inquiry Commission, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crises in the United States, New York 2011 (zit. FCIC, Crisis Inquiry Report), S. 344 ff. Vgl. ferner Congressional Oversight Panel, June Oversight Report, The AIG Rescue, Its Impact on Markets, and the Government's Exit Strategy, (10. Juni 2010), abrufbar unter <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CPRT-111JPRT56698/pdf/CPRT-111JPRT56698.pdf>>; Office of the Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program, Factors Affecting Efforts to Limit Payments to AIG Counterparties (17. Nov. 2009), abrufbar unter <http://www.sigtarp.gov/Audit%20Reports/Factors_Affecting_Efforts_to_Limit_Payments_to_AIG_Counterparties.pdf> (beide zuletzt abgerufen 31.3.2014). 2012 konnte das AIG-Programm mit einem Gesamtgewinn von USD 9,4 Mrd. abgeschlossen werden; vgl. «AIG: An improbable profit», Financial Times, 22.10.2012.

²⁴ FCIC, Crisis Inquiry Report (FN 23), S. 141.

Eigenkapital noch mit Sicherheiten unterlegt, weil sie durch die Muttergesellschaft garantiert waren.²⁵ Nachdem die unterliegenden Wertpapiere im Laufe der Krise an Wert verloren hatten und die Bonität von AIG ausserdem nach und nach herabgestuft worden war, fingen Gegenparteien an, Sicherheiten einzufordern. Diese *collateral calls* beschleunigten sich auf dem Höhepunkt der Krise im Frühherbst 2008 und führten zusammen mit Liquiditätsabflüssen aufgrund von Wertpapierleihgeschäften zu einem Liquiditätsengpass, den AIG ohne Intervention der US-Regierung nicht überstanden hätte. Wäre AIG untergegangen, hätten die Gegenparteien – unter denen sich viele europäische Grossbanken befanden – den Versicherungsschutz auf ihren MBS-Positionen verloren, was sich negativ auf ihr Eigenkapital ausgewirkt hätte.²⁶ AIG ist damit in der Tat ein Beispiel für die Risiken, die sich aus der Vernetzung der Finanzmärkte und ihrer Akteure ergeben.²⁷

Gerechtfertigt wird eine schärfere Derivateregulierung gelegentlich auch unter Hinweis auf die Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers.²⁸ Zwar war Lehman mit einem Marktanteil von rund 5 % einer der grösseren Derivatehändler²⁹ und hatte im Zeitpunkt der Konkursöffnung Mitte September rund 906'000 Derivategeschäfte mit einer Nettokreditposition von rund USD 21 Mrd. ausstehend.³⁰ Derivategeschäfte spielten jedoch beim Zusammenbruch von Lehman Brothers keine Rolle.³¹ Zudem gelang es im Nachgang zum Konkurs, den grössten Teil der Derivatepositionen geordnet

zu liquidieren. Trotz Problemen bei der Bewertung von unterliegenden Aktiven und vielen anderen Schwierigkeiten hatten vier Fünftel der Lehman-Gegenparteien ihre Derivategeschäfte innerhalb von fünf Wochen nach Eröffnung des Konkurses beendet.³² Das war nur deshalb möglich, weil die Marktteilnehmer sich rasch auf Verfahren zur Bewertung und Abwicklung der offenen Derivatepositionen hatten einigen können.³³

Klar ist, dass die Pittsburgh-Erklärung zur Derivateregulierung entscheidend durch die Antwort der US-Politik auf die Finanzkrise und den Fall AIG geprägt ist. Der Dodd-Frank-Act wurde zwar nach Pittsburgh verabschiedet, die wichtigsten Elemente der späteren Derivateregulierung lagen jedoch bereits 2009 in Form von ausgearbeiteten Gesetzesentwürfen der beiden demokratischen Kongressabgeordneten COLLIN PETERSON und BARNEY FRANK vor.³⁴ Der US-Gesetzgeber verstand offenkundig auch, dass ein Alleingang der USA kaum effektiv gewesen wäre und vor allem der eigenen Finanzindustrie geschadet hätte. Er verpflichtete deshalb in § 752 DFA die US-Behörden, zusammen mit ausländischen Regulatoren auf eine konsistente internationale Regulierung der OTC-Derivatemarkte hinzuwirken.

Unbestritten ist auch, dass die weltweiten Derivatemarkte in den Jahren vor der Finanzkrise geradezu explosionsartig gewachsen sind. Der Nominalwert der ausstehenden Derivate stieg von etwa USD 100 Bio. um die Jahrtausendwende auf über USD 754 Bio. im Jahr 2007; seitdem haben sich die Marktvolumen bei rund USD 700 Bio. stabilisiert.³⁵ Die für eine Beurteilung der mit Derivaten verbundenen Risiken³⁶ wesentlich aussagekräftigere Summe der (positiven und negativen) *Wiederbeschaffungswerte*³⁷ beliefen sich Mitte 2013 auf rund USD 20 Bio.³⁸ Rechnet man ausstehende Derivate zwischen Gegenparteien aufgrund von rechtlich durchsetzbaren Aufrechnungsvereinbarungen (Netting-Vereinbarungen)

²⁵ Vgl. FCIC, Crisis Inquiry Report (FN 23), S. 201.

²⁶ FCIC, Crisis Inquiry Report (FN 23), S. 347 f., S. 377 [Überblick über Zahlungen an CDS- und SLB-Gegenparteien von AIG].

²⁷ So FCIC, Crisis Inquiry Report (FN 23), S. xxiv. Diese Auffassung ist allerdings nicht unumstritten, vgl. dazu die Minderheitsmeinung von FCIC-Mitglied PETER J. WALLISON, FCIC, Crisis Inquiry Report (FN 22), S. 447 f. [*Despite a diligent search, the FCIC never uncovered evidence that unregulated derivatives, and particularly credit default swaps (CDS), was a significant contributor to the financial crisis through 'interconnections'. The only company known to have failed because of its CDS obligations was AIG, and that firm appears to have been an outlier. Blaming CDS for the financial crisis because one company did not manage its risks properly is like blaming lending generally when a bank fails. Like everything else, derivatives can be misused, but there is no evidence that the 'interconnections' among financial institutions alleged to have caused the crisis were significantly enhanced by CDS or derivatives generally.*].

²⁸ Vgl. Commission of the European Union, Commission Staff Working Paper accompanying the Commission Communication «Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets», SEC(2009) 905 final (Brussels, 2.7.2009).

²⁹ KIMBERLEY SUMME, Misconceptions about Lehman Brothers' Bankruptcy and the Role Derivatives Played, 64 Stan. L. Rev. Online 16–21, S. 18 f.

³⁰ ANTON R. VALUKAS, Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner Report (zit. Examiner Report), S. 569, abrufbar unter <http://jenner.com/lehman> (zuletzt besucht 31.3.2014).

³¹ SUMME (FN 29), S. 16. Der Konkursverwalter erwähnt Derivate an keiner einzigen Stelle seines 2209 Seiten starken Abschlussberichts als Ursache für den Zusammenbruch der Bank. Vgl. dazu Examiner Report (FN 34), S. 569 ff. Vgl. auch Lehman Brothers International (Europe) in Administration, Joint Administrators' Progress Report for the Period 15 September 2008 to 14 March 2009 (Apr. 14, 2009) («Lehman Brothers Progress Report»), abrufbar unter <http://

www.pwc.co.uk/en_uk/uk/assets/pdf/lbie-progress-report-140409.pdf> (zuletzt besucht 31.3.2014).

³² SUMME (FN 29), S. 18 f.; vgl. auch JANA ESSEBIER/PETER KÜHN, Die Einführung einer Pflicht zum zentralen Clearing von OTC-Derivaten, AJP 2001, S. 652, 654.

³³ Guter Überblick bei INGO FENDER/ALLEN FRANKEL/JACOB GYNTELBERG, Three market implications of the Lehman bankruptcy, BIS Quarterly Review, December 2008, S. 6 f.; vgl. auch JEAN HELWEGE/SAMUEL MAURER/ASANI SARKAR/YUAN WANG, Credit Default Swap Auctions, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report no. 372 (May 2009), S. 15: [*... we find that the auctions generally served their purpose, as they appear to have allowed participants to settle their positions efficiently, with high participation and low levels of open interest.*].

³⁴ Vgl. H.R. 977 (111th Congress, 2009–2010): Derivatives Markets Transparency and Accountability Act of 2009; H.R. 3795 (111th Congress, 2009–2010): Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009.

³⁵ BIS, Statistical release, OTC derivatives at end-June 2013 (November 2013), S. 2.

³⁶ Vgl. dazu BIS, Statistical release, OTC derivatives at end-June 2013 (November 2013), S. 13.

³⁷ BIS, Statistical release (FN 36), S. 13.

³⁸ BIS, Statistical release (FN 36), S. 2.

auf, so erhält man *Bruttokreditrisikopositionen*³⁹, die sich Mitte 2013 auf rund USD 3.9 Bio. addierten.⁴⁰ Das sind nach allen Massstäben gewaltige Summen.

III. Die Derivateregulierung im Vorentwurf FinfraG

1. Ausgangslage und Überblick

1.1 Gang und Stand der Arbeiten

Der Bundesrat hat sich schon früh auf eine Umsetzung des in Pittsburgh verkündeten Regulierungsprogramms festgelegt. Bereits 2009 legte er in seinem Bericht zu den strategischen Stossrichtungen der schweizerischen Finanzmarktpolitik⁴¹ dar, dass im OTC-Derivatemarkt ein Regulierungsbedarf bestehe, wobei er zur Begründung auf die Fälle AIG und Lehman Brothers verwies, die «die negativen Auswirkungen der bisherigen bilateralen Abwicklungen von Handel und Clearing von Kreditderivaten ... auf den globalen Finanzmärkten deutlich» gemacht hätten. 2010 doppelte er in seiner Antwort auf eine Interpellation des damaligen Ständerats ALAIN BERSET nach und begrüßte die internationalen Bemühungen, OTC-Derivate wenn möglich über zentrale Gegenparteien abzuwickeln und die Transparenz der OTC-Derivatemärkte durch Schaffung von Transaktionsregistern zu verbessern.⁴²

Es dauerte dann allerdings nochmals zwei Jahre, bis der Bundesrat den Worten Taten folgen liess. Am 29. August 2012 beauftragte er das Eidg. Finanzdepartement (EFD), eine Vernehmlassungsvorlage auszuarbeiten. Das Departement legte schon nach rund 15 Monaten den Vorentwurf mit Begleitbericht vor, den der Bundesrat Mitte Dezember 2013 verabschiedete und in die Vernehmlassung bis Ende März 2014 schickte. Nach den Plänen des Departements soll der Entwurf noch 2014 ins Parlament kommen. Das Gesetz wird demnach frühestens 2015 in Kraft treten können.

1.2 Überblick

Die gesetzliche Regelung des Derivatehandels findet sich im 4. Titel des Vorentwurfs mit den Art. 87–109 VE-FinfraG. Nach einer Umschreibung des räumlich-persönlichen Geltungsbereichs (1. Kapitel: Art. 87 und 88) finden sich Regelungen der Clearingpflicht (2. Kapitel: Art. 89–95), der Offenlegungspflichten (3. Kapitel: Art. 96–98), der Risikominderungspflichten (4. Kapitel:

Art. 99–103) und der Plattformhandelspflicht (5. Kapitel: Art. 104–107). Ein 6. Kapitel mit den Prüfungspflichten schliesst den 4. Titel ab. Daneben ist im vorliegenden Zusammenhang auch die Überwachung von zentralen Gegenparteien (Art. 43–54) sowie der Transaktionsregister (Art. 66–72) von Bedeutung.

Neben der Regulierung des Derivatehandels soll das FinfraG auch dazu dienen, die bisher in verschiedenen Erlassen (vgl. Art. 19 ff. NBG; Art. 1^{bis} BankG, Art. 10^{bis} BEHG) geregelte Aufsicht und Überwachung von Finanzmarktinfrastrukturen (FMI) in einem einzigen Gesetz zusammenzufassen und zugleich den von CPSS und IOSCO ausgearbeiteten Grundsätzen für Finanzmarktinfrastrukturen⁴³ anzupassen.⁴⁴ Als Finanzmarktinfrastrukturen gelten dabei neben zentralen Gegenparteien und Transaktionsregistern auch Handelsplätze (Börsen, multilaterale Handelssysteme und organisierte Handelssysteme) sowie Zentralverwahrer (inkl. Effektenabwicklungssystemen) und Zahlungssysteme. Diese Einrichtungen bedürfen neu einer Bewilligung der FINMA (vgl. Art. 3 Abs. 1 VE-FinfraG); zentrale Gegenparteien, Zentralverwahrer und Zahlungssysteme, die für die Finanzstabilität von Bedeutung sind, müssen wie bisher besondere Anforderungen erfüllen, welche die Nationalbank festlegt (Art. 22 VE-FinfraG). Die Effektenhändlerkategorien des Emissions- und des Derivatehauses, des Eigenhändlers sowie des Market Makers werden aus dem Börsengesetz herausgelöst und ins FinfraG übergeführt.⁴⁵ Auch die Marktverhaltensregeln (Offenlegung von Beteiligungen, öffentliche Kaufangebote, Insiderhandel und Marktmanipulation) sollen neu im FinfraG geregelt werden.⁴⁶ Im Börsengesetz würde damit vorerst nur noch die Effektenhändlerkategorie des Kundenhändlers verbleiben, die in einem nächsten Schritt in einem neu zu schaffenden Finanzinstituts-gesetz Platz finden soll.⁴⁷

Es versteht sich von selbst, dass eine derart technische Materie nicht abschliessend auf Gesetzesstufe geregelt werden kann. Deshalb räumt der Vorentwurf dem Bundesrat und der FINMA weitreichende Verordnungskompetenzen ein. So erhält der Bundesrat die Befugnis, den Geltungsbereich der Derivateregulierung näher einzugrenzen (Art. 88 Abs. 2 Bst. a; Art. 92 Abs. 4; Art. 99 Abs. 3 VE-FinfraG) oder auszudehnen (Art. 88 Abs. 2 Bst. a VE-FinfraG). Ferner bestimmt der Bundesrat die

³⁹ Vgl. dazu BIS, Statistical release (FN 36), S. 13.

⁴⁰ BIS, Statistical release (FN 36), S. 2.

⁴¹ Strategische Stossrichtungen der Finanzmarktpolitik der Schweiz, 16. Dezember 2009 (09.3209).

⁴² Antwort Bundesrat v. 19.5.2010 zur Interpellation «Transparenz und Standards im Derivatehandel» (10.3334).

⁴³ CPSS/IOSCO, Principles for financial market infrastructures (April 2012).

⁴⁴ Mit Bezug auf Zahlungssysteme, Effektenabrechnungs- und -abwicklungssysteme sowie zentrale Gegenparteien sind die CPSS/IOSCO-PFMI bereits durch eine Teilrevision der Nationalbankverordnung umgesetzt worden, die per 1. Juli 2013 in Kraft getreten ist. Vgl. AS 2013, 1987; vgl. dazu auch SNB, Erläuterungsbericht zur Revision der Nationalbankverordnung vom 10. Juni 2013, S. 2.

⁴⁵ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 17.

⁴⁶ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 16.

⁴⁷ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 17.

Schwellenwerte, die die Anwendbarkeit der Derivategesetzgebung auslösen (Art. 92 Abs. 4 VE-FinfraG), und regelt Inhalt und Format der Meldung an die Transaktionsregister (Art. 97 Abs. 3 VE-FinfraG). Der FINMA wiederum obliegt es, den Kreis der Derivate, die über eine zentrale Gegenpartei abgerechnet (Art. 93 VE-FinfraG) bzw. über eine Plattform gehandelt werden müssen (Art. 105 VE-FinfraG), näher zu bestimmen.

1.3 Rechtfertigung und Zweck

Der Erläuterungsbericht rechtfertigt die Notwendigkeit einer Regulierung der OTC-Derivatemarkte damit, dass die Finanzkrise deutlich gemacht habe, dass mit dem ausserbörslichen Handel von Derivaten Risiken und Schwächen verbunden seien. Im Einzelnen werden drei Problembereiche identifiziert⁴⁸:

- *Mangelnde Transparenz* erschwere den Marktteilnehmern die Beurteilung der eingegangenen Risiken und mindere die Effizienz des Preisbildungsmechanismus. Für die Aufsichtsbehörden sei es schwierig, systemische Risiken zu erkennen, die sich aus der Vernetzung der Marktteilnehmer ergeben.
- Marktteilnehmer seien *Gegenparteerisiken* ausgesetzt. Aufgrund der hohen Vernetzung der Marktteilnehmer könne sich der Ausfall einer Partei nicht nur auf die Gegenpartei, sondern auch auf andere Marktteilnehmer auswirken (Ansteckungseffekt).
- Das Derivatgeschäft weise *hohe operationelle Risiken* auf, weil OTC-Derivatekontrakte in der Regel nicht standardisiert seien und deshalb nicht automatisiert verarbeitet werden könnten.

Aus dieser Begründung lässt sich herleiten, dass Zweck der Derivateregulierung primär der Schutz der Stabilität des Finanzsystems (Systemschutz) sein soll. Die Bemühungen, die Transparenz der Derivatemarkte zu verbessern, werden ausdrücklich damit begründet, dass die Identifikation von systemischen Risiken bisher nur eingeschränkt möglich gewesen sei.⁴⁹ Auch die Gegenparteerisiken sind nur problematisch, weil sich beim Ausfall eines Marktteilnehmers Ansteckungseffekte ergeben können, also ebenfalls primär unter Stabilitätsgesichtspunkten. Darüber hinaus soll die Regulierung auch die Effizienz des Preisbildungsmechanismus stärken; insofern dient sie dem Funktionsschutz.⁵⁰ Schliesslich schafft eine grössere Transparenz der OTC-Derivatemarkte auch die Voraussetzungen, um Märkte und Marktteilnehmer effektiver und effizienter überwachen zu können, um Missbräuche besser verfolgen zu können; hier geht es um den Schutz der Finanzmarktteilnehmer.

Der Zweckartikel des Vorentwurfs (Art. 1 Abs. 2 VE-FinfraG) ist so breit formuliert, dass er alle diese Regelungszwecke – System-, Funktions-, Anlegerschutz – ohne weiteres abdeckt. Darüber hinaus scheint der Zweckartikel auch die Transparenz (der Finanzmärkte?) als eigenständigen Regelungstopos anzuerkennen, was für das schweizerische Finanzmarktrecht eine Neuigkeit darstellen würde. Ein derart breit gefasster Zweckartikel vermag allerdings seine Schutz- und Steuerungsfunktion nur mehr sehr begrenzt zu erfüllen. Dabei geht es um mehr als eine formaljuristische Nettigkeit, denn ein präzise gefasster Zweckartikel ist Voraussetzung für die verfassungsmässig geforderte Verhältnismässigkeitsprüfung (Art. 36 Abs. 3 BV). Deshalb wäre zu überlegen, ob nicht für jeden Titel ein eigener Zweckartikel verfasst werden sollte.

1.4 EU-Recht und internationale Standards

Die Art. 87–109 VE-FinfraG orientieren sich weitgehend an der EU-Verordnung über Marktinfrastrukturen (EMIR).⁵¹ Das hat seinen Grund darin, dass EMIR (ebenso wie die US-Derivategesetzgebung) teilweise extraterritorial anwendbar ist und somit auch Gegenparteien mit Sitz in der Schweiz erfassen kann.⁵² Darüber hinaus setzen die Derivateregulierungen der EU und der USA starke Anreize für den Erlass einer gleichwertigen Gesetzgebung.⁵³ So greifen Erleichterungen für gruppeninterne Geschäfte nur dann, wenn die Schweiz über eine äquivalente Gesetzgebung verfügt.⁵⁴ Ebenso können Infrastrukturanbieter in der Schweiz in der EU nur

⁵¹ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR), ABl. 27.7.2012, L. 201.

⁵² Vgl. Art. 4(1)(a)(iv); Art. 11(12) EMIR. Voraussetzung ist, dass Derivatgeschäfte entweder «unmittelbare, wesentliche und vorhersehbare Auswirkungen innerhalb der Union haben» (*Auswirkungsprinzip*) oder dass es «notwendig und zweckmässig» ist, Gegenparteien in Drittstaaten die Clearing- und Risikominderungspflicht aufzuerlegen, «um die Umgehung von Vorschriften dieser Verordnung zu verhindern» (*Umgebungsverbot*; Art. 4(1)(a)(iv), Art. 11(12) EMIR). Die Kommission hat das Auswirkungsprinzip inzwischen in einer Delegierten Verordnung konkretisiert; vgl. Delegierte Verordnung (EU) vom 13.2.2014 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards in Bezug auf unmittelbare, wesentliche und vorhersehbare Auswirkungen von Kontrakten innerhalb der Union und die Verhinderung der Umgehung von Vorschriften und Pflichten (bisher nicht im ABl. Veröffentlicht). Vgl. dazu auch ESMA, Final Report, Draft technical standards under EMIR on contracts with a direct, substantial and foreseeable effect within the Union and non-evasion (15. September 2013, ESMA/2013/1657). Die Gesetzeslage in den USA ist vergleichbar, vgl. § 722(d) DFA, doch legt die CFTC die extraterritoriale Kompetenz sehr viel weiter aus als die EU-Kommission. Vgl. dazu CFTC, Interpretative Guidance and Policy Statement Regarding Compliance with Certain Swap Regulations, 78 Fed. Reg. 45'292 (26. Juli 2013).

⁵³ Art. 13(1) EMIR.

⁵⁴ Die Äquivalenzprüfung zur Vermeidung doppelter und kollidierender Anforderungen gemäss Art. 13 EMIR ist für die Schweiz bisher noch nicht eingeleitet worden, weil die entsprechende Gesetzgebung noch nicht vorliegt. Vgl. ESMA, Supplement to the Final

⁴⁸ Vgl. zum Ganzen EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 7 f.

⁴⁹ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 8.

⁵⁰ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 83.

tätig werden, wenn sie durch die EU anerkannt werden, was wiederum das Vorliegen einer äquivalenten Derivateregulierung voraussetzt.⁵⁵

Der Vorentwurf bekennt sich auch explizit und auf breiter Front zur Umsetzung von internationalen Standards. Er bezieht sich an nicht weniger als 12 Stellen auf internationale Standards, insbesondere als Massstab für die Ausübung von delegierten Rechtssetzungsbefugnissen durch den Bundesrat oder die FINMA (vgl. Art. 4 Abs. 3, 20, 58 Abs. 1, 69 Abs. 2, 70 Abs. 2, 74, 79, 88 Abs. 2 Bst. a, 93 Abs. 2, 99 Abs. 3, 105 Abs. 2, 148 Abs. 2 VE-FininfraG). Zwar bilden internationale Standards seit langem einen wichtigen Bezugspunkt für die schweizerische Finanzmarktregulierung⁵⁶; eine derart flächendeckende und verbindliche Festlegung darauf ist jedoch neu. Dabei bleibt offen, was im Kontext der Derivateregulierung als internationaler Standard qualifiziert. Standards sind Verhaltensregeln und Grundprinzipien, die international als verbindlich anerkannt sind und überprüft werden können.⁵⁷ Dieser Qualifikation dürften zurzeit nur rund ein Dutzend Schlüsselstandards genügen, die der Finanzstabilitätsrat als solche anerkannt hat⁵⁸ und die auch Gegenstand von Überprüfungen durch die Standardsetzer oder den Internationalen Währungsfonds bilden. Im weiteren Kontext der Derivateregulierung zählen dazu nur die CPSS/IOSCO-Grundsätze für Finanzmarktinfrastrukturen, die sich auch mit zentralen Gegenparteien und Transaktionsregistern befassen.⁵⁹ Zu den anderen Fragen, für welche der Vorentwurf zum Zweck der Konkretisierung auf internationale Standards verweist, liegen

solche nicht oder noch nicht vor. Demgegenüber sollen Bundesrat bzw. FINMA natürlich nicht durch jedes der zahlreichen Papiere und Dokumente gebunden werden, die die internationalen Standardsetzer publiziert haben. Die Bezugnahme des Vorentwurfs auf internationale Standards trägt daher wenig zur Klärung des Spielraums bei, den Bundesrat und FINMA bei der Ausübung der ihnen übertragenen Rechtssetzungsbefugnisse haben.

2. Anwendungsbereich

2.1 Sachlicher Anwendungsbereich

Der Vorentwurf umschreibt den sachlichen Anwendungsbereich des 4. Titels als «Handel mit Derivaten». Derivate sind dabei in Art. 2 Bst. b VE-FininfraG denkbar generisch definiert als «Finanzkontrakte, deren Wert von einem oder mehreren Basiswerten abhängt und die kein Kassageschäft darstellen». In der praktischen Anwendung werden sich zahlreiche Abgrenzungsfragen stellen.⁶⁰ Eine Rechtsgrundlage für die Präzisierung des Derivatebegriffs ist im Vorentwurf nicht vorgesehen; er räumt der FINMA nur die Befugnis ein festzulegen, welche Derivate zentral abgerechnet und über Plattformen gehandelt werden müssen (Art. 93, 105 VE-FininfraG). Der sachliche Anwendungsbereich der Risikominderungs- sowie der Offenlegungspflichten bleibt damit unklar.

Der Vorentwurf stellt immerhin klar, dass Repogeschäfte nicht als Derivate gelten (Art. 88 Abs. 3 VE-FininfraG), obwohl diese formal gesehen eine Kombination aus einem Kassa- und einem Termingeschäft darstellen.⁶¹ Wirtschaftlich gesehen sind Repogeschäfte jedoch ein gesichertes Darlehen.⁶² Auch Wertpapierleihgeschäfte zählen nicht zu den Derivaten im Sinne des FininfraG. Strukturierte Produkte sind primär Anlageinstrumente, bei denen die derivative Komponente nicht im Vordergrund steht; sie sollten deshalb ebenfalls nicht als Derivat im Sinne von Art. 87 ff. VE-FininfraG qualifizieren.

International umstritten ist insbesondere die Erfassung von Fremdwährungsderivaten, die das US-Recht teilweise vom Geltungsbereich des Dodd-Frank-Acts ausnimmt.⁶³ Für die EU hat die Kommission am 20. März

Report, Technical advice on third country regulatory equivalence under EMIR – Switzerland (1. Oktober 2013, ESMA/2013/1374).

⁵⁵ Das Äquivalenzprüfungsverfahren gemäss Art. 25 EMIR für die Anerkennung von x-clear, der von SIX SIS betriebenen zentralen Gegenpartei, ist bereits seit Herbst 2013 in Gang. ESMA hat dazu der Kommission am 1. September 2013 einen Bericht über die Gleichwertigkeit des Aufsichtsregeln über zentrale Gegenparteien in der Schweiz vorgelegt, der Voraussetzung ist für einen Durchführungsrechtsakt der Kommission. Diese Aufsichtsregeln finden sich zur Zeit noch in der Nationalbankverordnung, die per 1. Juli 2013 revidiert und den Anforderungen der CPSS/IOSCO-Grundsätze für Finanzmarktinfrastruktureinrichtungen angepasst worden ist. ESMA kommt in ihrem Gutachten zum Schluss, dass die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für zentrale Gegenparteien in der Schweiz denen entsprechen, die EMIR aufstellt. Vgl. ESMA, Final Report, Technical advice on third country regulatory equivalence under EMIR – Switzerland, (1. September 2013, ESMA/2013/1162).

⁵⁶ Vgl. dazu ausführlich PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. Aufl., Bern 2010, S. 128 ff.

⁵⁷ NOBEL (FN 56), S. 128. Der Finanzstabilitätsrat nimmt einen Kernstandard dann an, wenn ein Dokument die folgenden Kriterien erfüllt: (1) Relevanz für die Stabilität des Finanzsystems; (2) universelle Bedeutung; (3) breite Unterstützung und (4) überprüfbare Umsetzung. Vgl. dazu FSB, Key Standards for Sound Financial Systems, <http://www.financialstabilityboard.org/cos/key_standards.htm> (zuletzt abgerufen 31.3.2014).

⁵⁸ Vgl. NOBEL (FN 56), S. 133 ff. Vgl. dazu die Liste des Finanzstabilitätsrats unter <http://www.financialstabilityboard.org/cos/key_standards.htm> (zuletzt abgerufen 31.3.2014).

⁵⁹ CPSS/IOSCO, Principles for financial market infrastructures (PFMI, April 2012).

⁶⁰ Für das US-Recht haben die US-Behörden 2012 umfangreiche, aber nicht abschliessende Richtlinien zur Abgrenzung des Derivatebegriffs veröffentlicht; vgl. CFTC/SEC, «Further Definition of <Swap>, <Security-Based Swap> and <Security-Based Swap Agreement>; Mixed Swaps; Security-Based Swap Agreement Recordkeeping,» CFTC and SEC Joint Final Rule; Interpretations; Request for Comment on an Interpretation, 77 Fed. Reg. 48'208 (August 13, 2012).

⁶¹ HANS KUHN, Schweizerischer Kreditsicherungsrecht, Bern 2011, S. 534 ff.

⁶² KUHN (FN 61), S. 536.

⁶³ Der Commodity Exchange Act § 1a(47)(E), 7 USC § 1a(47)(E), gibt dem US-Finanzminister die Befugnis, gewisse Fremdwährungsderivate vom Anwendungsbereich des DFA auszunehmen. Der hat

2014 demgegenüber daran festgehalten, dass sämtliche Fremdwährungsderivate in den Anwendungsbereich von MiFID bzw. EMIR fallen.⁶⁴ Da bei physisch abgewickelten Fremdwährungsderivaten nicht Gegenpartei- sondern Abwicklungs- und Erfüllungsrisiken im Vordergrund stehen, ist die US-Position vorzuzugwürdig.

2.2 Persönlicher Anwendungsbereich

Der Vorentwurf stellt zur Umschreibung des persönlichen Anwendungsbereichs auf den Systembegriff «Gegenpartei» ab und unterscheidet im Anschluss an das EU-Recht (Art. 2(8) und (9) EMIR) zwischen *Finanziellen* und *Nichtfinanziellen Gegenparteien*. Für Finanzielle Gegenparteien gelten grundsätzlich strengere Vorschriften als für Nichtfinanzielle Gegenparteien. Das Gesetz differenziert ferner zwischen *grossen und kleinen Gegenparteien* und entbindet die kleinen Gegenparteien von gewissen Pflichten. Daraus ergibt sich ein nicht ganz einfach überblickbares Patchwork, das sich schematisch wie folgt darstellen lässt⁶⁵:

	Finanzielle Gegenpartei (FGP)		Nichtfinanzielle Gegenpartei (NFGP)	
	Grosse FGP	Kleine FGP	Grosse NFGP	Kleine NFGP
Clearingpflicht	Ja	Nein	Ja	Nein
Risikominderung – OpRisk	Ja	Ja	Ja	Ja
Risikominderung – Bewertung	Ja	Nein	Ja	Nein
Risikominderung – Sicherheiten	Ja	Ja	Ja	Nein
Meldepflicht	Ja	Ja	Ja	Ja
Plattformhandelspflicht	Ja	Nein	Ja	Nein

a. Finanzielle Gegenparteien

Finanzielle Gegenparteien sind Gegenparteien, die im Finanzmarkt gewerbsmässig tätig sind.⁶⁶ Sie unterliegen strengeren Anforderungen als die Nichtfinanziellen Gegenparteien. Nach Art. 87 Abs. 2 VE-FinfraG zählen dazu zunächst einmal Finanzinstitute, die der Aufsicht

von dieser Befugnis mit Entscheidung vom 16. November 2012 Gebrauch gemacht; vgl. Pressemitteilung, «US Department of the Treasury, Fact Sheet: Final Determination on Foreign Exchange Swaps and Forwards» (16. Nov. 2012), abrufbar unter <<http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1773.aspx>> (zuletzt abgerufen 31.3.2014).

⁶⁴ European Commission clarifies that «commercial purpose» is not enough to exempt FX forwards from MiFID and EMIR scope <<http://research.nordeamarkets.com/en/article/european-commission-clarifies-that-commercial-purpose-is-not-enough-to-exempt-fx-forwards-from-mifid-and-emir-derivatives-definition>> (zuletzt abgerufen 31.3.2014).

⁶⁵ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 134.

⁶⁶ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 73.

der FINMA unterliegen, also Banken (Art. 1 Abs. 1 BankG), Effektenhändler (Art. 2 Bst. d BEHG), Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen (Art. 2 Abs. 1 Bst. a VAG) sowie Bewilligungsträger nach Kollektivanlagerecht (Art. 13 Abs. 2 Bst. a-d, f KAG). Nicht als finanzielle Gegenparteien gelten Vermögensverwalter und Anlageberater, obwohl diese unter EU-Recht als Wertpapierdienstleister qualifizieren und damit ebenfalls von EMIR erfasst sind.⁶⁷

Als Finanzielle Gegenparteien qualifizieren darüber hinaus auch Konzernobergesellschaften einer Finanz- oder Versicherungsgruppe oder eines Finanz- oder Versicherungskonglomerats (vgl. Art. 3b ff. BankG). Schliesslich sollen auch Einrichtungen der beruflichen Vorsorge zu den Finanziellen Gegenparteien zählen, also Pensionskassen und Anlagestiftungen (Art. 48 ff. BVG). Zwar dürfen Vorsorgeeinrichtungen in begrenztem Umfang Derivategeschäfte tätigen⁶⁸, doch sind die allermeisten Schweizer Pensionskassen so klein, dass von ihnen zweifelsohne keine Gefährdung der Finanzstabilität ausgeht. Der Vorentwurf übernimmt jedoch auch in diesem Punkt getreulich die EU-Regulierung (Art. 1(2) i.V.m. Art. 2(8) und (10) EMIR).

Nach US-Vorbild, aber abweichend von EMIR, sieht der Vorentwurf vor, dass *kleine Finanzielle Gegenparteien* von gewissen Vorschriften entbunden sind. Eine Finanzielle Gegenpartei gilt dann als kleine Finanzielle Gegenpartei, wenn ihre Derivategeschäfte gewisse Schwellenwerte (dazu hinten S. 169) nicht überschreiten. Darüber hinaus ist erforderlich, dass sie Derivategeschäfte ausschliesslich zur Begrenzung von Risiken aus ihren Hypothekengeschäften abschliesst (Art. 91 Abs. 1 VE-FinfraG). Diese Ausnahme ist so restriktiv, dass sie in der Praxis toter Buchstabe bleiben wird.

b. Nichtfinanzielle Gegenparteien

Nichtfinanzielle Gegenparteien sind als Komplement zu den Finanziellen Gegenparteien definiert und umfassen gemäss Art. 87 Abs. 3 VE-FinfraG alle «juristischen Personen, die nicht Finanzielle Gegenparteien sind.» Die Derivateregulierung wird also sämtliche Unternehmen erfassen, die an den Derivatemarkten als Gegenparteien auftreten. Es geht hier in erster Linie um Konzerneinheiten, welche innerhalb eines Verbunds für die Finanzierung und die Verwaltung der liquiden Mittel (Treasury) zuständig sind. Solche Funktionen finden sich beispielsweise bei den Pharma- und den Rohstoffhandelskonzernen, aber auch bei multinationalen Industrie- und Handelsunternehmen. Nicht als Gegenpartei qualifizieren Personengesellschaften sowie natürliche Personen.⁶⁹

⁶⁷ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 75.

⁶⁸ Vgl. Art. 56a BVV2. Die Vorsorgeeinrichtung dürfen nur Derivate einsetzen, die von zugelassenen Anlagen abgeleitet sind.

⁶⁹ Eine Ausnahme gilt für Privatbankiers, die als natürliche Personen der Bankengesetzgebung unterstehen. Vgl. EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 73 f.

Da der primäre Zweck der Derivateregulierung der Schutz der Finanzstabilität ist, müssen kleine Nichtfinanzielle Gegenparteien nur gewisse, aber nicht alle Pflichten erfüllen. Eine Nichtfinanzielle Gegenpartei gilt als *kleine Nichtfinanzielle Gegenpartei* (NFGP-), wenn ihre Derivatepositionen unterhalb bestimmter Schwellenwerte bleiben (Art. 92 VE-FinfraG). Der Vorentwurf legt zwar die Berechnung des Schwellenwerts fest, nicht aber den Wert als solchen; diese Aufgabe wird vielmehr dem Bundesrat übertragen (Art. 92 Abs. 4 VE-FinfraG). Für die EU hat die Kommission die Schwellenwerte auf EUR 1 Mrd. für Kredit- und Aktienderivate und EUR 3 Mrd. für die anderen Derivateklassen (Fremdwährung, Zinsen, Rohstoffe) festgelegt (Art. 11 DelVO 149/2013). Nachdem sich die schweizerische Derivateregulierung eng an EMIR anlehnt, sollte sich der Bundesrat auch hier an das Brüsseler Vorbild halten; jedenfalls ist kein Grund ersichtlich, weshalb die Schweizer Schwellenwerte tiefer als diejenigen nach EU-Recht sei sollten. Bei der Berechnung des Schwellenwertes werden Derivategeschäfte zur Absicherung von Risiken, die unmittelbar mit der Geschäftstätigkeit oder der Liquiditäts- oder Finanzbewirtschaftung der Nichtfinanziellen Gegenpartei verbunden sind, nicht berücksichtigt (Art. 90 Abs. 3 VE-FinfraG)⁷⁰, wohl aber gruppeninterne Geschäfte (Art. 92 Abs. 3 VE-FinfraG).

c. Befreiungen und Ausnahmen

aa. Gruppeninterne Geschäfte

Von grösster praktischer Bedeutung ist insbesondere die Freistellung von gruppeninternen Derivategeschäften. Diese sind sowohl von der Clearingpflicht (Art. 95 VE-FinfraG) wie auch den Risikominderungspflichten (Art. 103 VE-FinfraG) und der Plattformhandlungspflicht (Art. 107 VE-FinfraG) befreit, nicht jedoch von den Offenlegungspflichten. Voraussetzung für die Befreiung von gruppeninternen Geschäften ist, dass beide Gegenparteien in dieselbe Vollkonsolidierung einbezogen sind und beide Gegenparteien geeigneten zentralisierten Risikobewertungs-, -mess- und -kontrollverfahren unterliegen. Gerechtfertigt wird die Ausnahme damit, dass die Kontrolle von Gegenparteierrisiken bereits durch einheitliche Risikokontrollen und die gemeinsame Oberleitung der Gruppenmitglieder sichergestellt wird, sodass weitere Massnahmen zur Begrenzung von Gegenparteierrisiken nicht erforderlich sind.⁷¹ Auch das EU-Recht sieht eine Befreiung von gruppeninternen Geschäften vor (Art. 3 EMIR), wobei die Befreiung im Verhältnis zu Drittstaaten nur greift, wenn die Kommission in einem förmlichen

Rechtsakt festgestellt hat, dass der Drittstaat über eine äquivalente Derivateregulierung verfügt (Art. 3(1) und (2)(a)(i) i.V.m. Art. 13(2) EMIR).

bb. Öffentliche Einrichtungen

Der Vorentwurf sieht ferner Ausnahmen für gewisse Einrichtungen vor, die öffentliche Aufgaben übernehmen. Eine umfassende Ausnahme gilt insbesondere für die *Schweizerische Nationalbank* (Art. 88 Abs. 1 Bst. b VE-FinfraG). Der Vorentwurf übernimmt damit spiegelbildlich Ausnahmeregelungen für das Europäische System der Zentralbanken (ESZB; Art. 1(4)(a) EMIR) bzw. für die US-amerikanische Federal Reserve (§ 721(47)(B) DFA).⁷² Die Ausnahme für Zentralbanken lässt sich aus zwei Gründen rechtfertigen: Einerseits besteht gegenüber einer Zentralbank kein Kreditrisiko, da sie nicht insolvent werden kann. Andererseits verwenden Zentralbanken Derivate in erster Linie im Rahmen von geldpolitischen Operationen, für die ein öffentliches Interesse an der Wahrung der Vertraulichkeit besteht. Das hätte eine Befreiung auch für ausländische Zentralbanken gerechtfertigt, doch ist eine solche weder in der europäischen noch in der US-amerikanischen Derivateregulierung vorgesehen.⁷³ Die für Zentralbanken angestellten Überlegungen gelten auch für die *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (BIZ) in Basel (Art. 88 Abs. 1 Bst. c VE-FinfraG), die Zentralbank der Zentralbanken. Nicht mehr ohne weiteres erklären lassen sich die Ausnahmen für *Bund, Kantone und Gemeinden* (Art. 88 Abs. 1 Bst. a VE-FinfraG). Gemeinden und andere Gebietskörperschaften waren in der Vergangenheit häufig in verlustreiche Derivategeschäfte verstrickt⁷⁴; mehr Transparenz hätte hier kaum geschadet. Jedenfalls Gemeinden sind zudem nicht insolvenzfest, sodass ein Gegenparteierrisiko durchaus besteht.

⁷⁰ Diese Ausnahme entspricht Art. 10(4)(a) EMIR i.V.m. Art. 10 DelVO 149/2013.

⁷¹ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 90. Der BCBS/IOSCO-Bericht überlässt diese Frage den nationalen Regulatoren, weil die Marktpraxis unterschiedlich ist. Vgl. BCBS/IOSCO, Margin requirements for non-centrally cleared derivatives, S. 21.

⁷² Vgl. Bericht der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat, Die internationale Behandlung von Zentralbanken und öffentlichen, für die staatliche Schuldenverwaltung zuständige Stellen im Hinblick auf OTC-Derivategeschäfte, COM(2013) 158 final (Brüssel, 22.3.2013). Die Kommission hat am 12. Juli 2013 mittels einer Delegierten Verordnung Art. 1(4) EMIR dahingehend ergänzt, dass die Zentralbanken bzw. die für die Schuldenverwaltung zuständigen öffentlichen Stellen der USA und Japans vom Anwendungsbereich von EMIR ausgenommen sind. Eine entsprechende Ausnahme für die Schweiz wird nach Verabschiedung des FinfraG in Betracht gezogen; vgl. Delegierte Verordnung (EU) Nr. 1002/2013 zur Änderung der Verordnung EU Nr. 648/2012, ABl. L. 279, 2, 19.10.2013; vgl. auch COM(2013) 158 final, S. 14 f.

⁷³ Vgl. Art. 1(4)(a) und (b) EMIR [Befreiung der Mitglieder des Europäischen Systems der Zentralbanken, d.h. der EZB sowie der Zentralbanken der EU-Mitgliedstaaten sowie der BIZ]; Für das US-Recht vgl. § 721(47)(B) DFA [Ausnahme vom Begriff «Swap»]; vgl. auch CFTC/SEC, 77 Fed. Reg. 30'596 (Befreiung ausländischer Regierungen von Registrierungs- und Meldepflichten); vgl. CFTC, 77 Fed. Reg. 42'560.

⁷⁴ Bekanntestes Beispiel ist der Fall des kalifornischen Orange County, das 1994 massive Verluste auf spekulativen Zinsderivategeschäften erlitt und deswegen in Konkurs ging. Vgl. dazu auch DIETER ZOBEL, Entwicklungen im Recht der derivativen Instrumente, in: ROLF H. WEBER/CHRISTINE HIRSZOWICZ (Hrsg.), Derivate Finanzinstrumente und Eigenmittelvorschriften, Zürich 1995, 17 f.

Weitere Gegenparteien fallen zwar in den persönlichen Geltungsbereich des Gesetzes, unterstehen aber nur einzelnen Pflichten. Dazu gehören multilaterale Entwicklungsbanken (Art. 87 Abs. 4 Bst. a VE-FinfraG) wie z.B. die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD), gewisse Organisationen von Bund, Kantonen oder Gemeinden sowie Sozialversicherungseinrichtungen und Ausgleichskassen. Sie müssen zwar Derivategeschäfte, an denen sie als Gegenpartei beteiligt sind, melden, unterstehen aber nicht den Clearing-, Plattformhandels- und Risikominderungspflichten. Auch diese Ausnahmen werden mit dem fehlenden Gegenparteiisiko begründet.⁷⁵

2.3 Räumlicher Anwendungsbereich

Grundsätzlich finden die Vorschriften des FinfraG über den Handel mit Derivaten nur Anwendung auf Derivategeschäfte, wenn beide Gegenparteien ihren Sitz in der Schweiz haben (Art. 87 Abs. 1 VE-FinfraG). Als Sitz einer Gesellschaft gilt der Ort, der in den Statuten oder im Gesellschaftsvertrag als solcher bezeichnet ist; subsidiär befindet sich der Sitz am Ort ihrer tatsächlichen Verwaltung (Art. 21 Abs. 2 IPRG).

In zwei Fällen erweitert der Vorentwurf den Anwendungsbereich auf Geschäfte mit einer Gegenpartei mit Sitz im Ausland. Nach Art. 94 Abs. 1 VE-FinfraG gilt die Clearingpflicht auch dann, wenn eine Schweizer Gegenpartei mit einer ausländischen Gegenpartei ein Derivategeschäft tätigt, vorausgesetzt, die ausländische Gegenpartei wäre abrechnungspflichtig, hätte sie ihren Sitz in der Schweiz. Dasselbe gilt nach Art. 107 VE-FinfraG für die Plattformhandelspflicht. Diese extraterritoriale Anwendung eines Schweizer Gesetzes wird im Erläuterungsbericht mit dem Argument gerechtfertigt, es gelte zu verhindern, dass Transaktionen in Drittstaaten mit einer weniger strengen Regulierung verlagert würden.⁷⁶ Diese Begründung würde nahelegen, diese extraterritoriale Anwendung des FinfraG auf Fälle zu beschränken, in denen die jeweilige Gegenpartei ihren Sitz in einem Staat ohne äquivalente Derivateregulierung hat, weil nur dann ein Umgehungstatbestand vorliegen kann.

Zweigniederlassungen sind rechtlich gesehen Teil des Stammhauses. Ausländische Niederlassungen von Gegenparteien mit Sitz in der Schweiz unterstehen damit dem Gesetz, nicht jedoch Schweizer Niederlassungen von ausländischen Gegenparteien.⁷⁷ Der Bundesrat kann jedoch Schweizer Niederlassungen von ausländischen Finanzmarktteilnehmern den Vorschriften des Gesetzes unterstellen, wenn im Sitzstaat keine gleichwertige Regulierung besteht (Art. 88 Abs. 2 Bst. b VE-FinfraG). Dafür ist vorauszusetzen, dass eine Unterstellung unter

das Gesetz erforderlich ist, um spürbare negative Effekte für das schweizerische Finanzsystem abzuwenden.

3. Massnahmen zur Risikobegrenzung

3.1 Überblick

Erster und wichtigster Pfeiler der Derivateregulierung sind Massnahmen zur Begrenzung von Gegenparteiisiken. Im Kontext von Derivategeschäften wird als Gegenparteiisiko das Risiko verstanden, dass die Gegenpartei ihren Verpflichtungen aus dem Derivategeschäft nicht nachkommen kann.⁷⁸ Bei Derivategeschäften ist der Erfüllungszeitpunkt voraussetzungsgemäss aufgeschoben, manchmal um Jahre. Das Risiko eines Ausfalls der Gegenpartei oder unvorhergesehener Marktentwicklungen ist bei derart langen Zeiträumen naturgemäss hoch. Deshalb kommt der Erfassung und Begrenzung von Gegenparteiisiken in Derivategeschäften grösste Bedeutung zu.

Der Vorentwurf schreibt als primäre Massnahme zur Begrenzung von Gegenparteiisiken die Abrechnung von Derivategeschäften über eine zentrale Gegenpartei (Clearingpflicht) vor (dazu sogleich S. 171). Dafür sind allerdings nur *standardisierte Derivate* geeignet. *Nicht standardisierte Derivate* werden weiterhin bilateral – direkt zwischen den beteiligten Parteien – abgewickelt, doch greifen hier verschiedene Vorschriften zur Begrenzung von Gegenpartei- und operationellen Risiken (Art. 99–103 VE-FinfraG, dazu hinten S. 174).

Dass für die Abwicklung über eine zentrale Gegenpartei nur standardisierte Derivate in Betracht kommen, hat seinen Grund darin, dass die zentrale Gegenpartei in der Lage sein muss, die Risikoeigenschaften eines bestimmten Produkts zu messen und zu modellieren und diese Risiken effektiv zu beherrschen. Das ist vor allem bei Derivaten mit nicht-linearen Auszahlungseigenschaften keine triviale Angelegenheit.⁷⁹ Viele Derivategeschäfte werden einer Standardisierung nicht zugänglich sein⁸⁰ – nach Schätzungen des IMF rund ein Viertel der Zinsderivate, rund ein Drittel der Kreditderivate und zwei Drittel der anderen Derivatekategorien.⁸¹ Deshalb wird auch

⁷⁸ MARTIN BÖSCH, *Derivate*, 2. Aufl., München 2012, S. 11. Das Gegenparteiisiko (auch Kontrahentenausfallrisiko, Ausfallrisiko) ist eine Erscheinungsform der Kreditrisiken; dazu KUHN (FN 61), S. 9 ff.

⁷⁹ FSB, *OTC Derivatives Market Reforms* (FN 2), S. 4, 18.

⁸⁰ BCBS/IOSCO, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives* (Basle, September 2013), S. 2.

⁸¹ IMF, *Making Over-the-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties*, in: *Global Financial Stability Report*, April 2010, Chapter 3, S. 1–27 (zit. *IMF, GFSR 2010*), S. 10. Eine quantitative Auswirkungsstudie von BCBS/IOSCO schätzt, dass die Clearingpflicht zu einer Reduktion der bilateral abgerechneten Derivategeschäfte um rund 46 % führen wird, wobei die Abnahme bei Zins- und Aktienderivaten grösser (53 bzw. 56 %) als bei Fremdwährungs- und anderen Derivaten (13, 21 %) sein wird. Vgl. dazu

⁷⁵ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 75.

⁷⁶ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 82.

⁷⁷ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 73.

künftig ein substantieller Anteil der OTC-Derivategeschäfte wie bisher bilateral abgerechnet werden.

Der FinfraG-Vorentwurf legt richtigerweise nicht selber fest, welche Derivate sich für das zentrale Clearing eignen und welche dafür nicht in Frage kommen. Die Entscheidung obliegt der Aufsichtsbehörde, also der FINMA (Art. 93 Abs. 1 VE-FinfraG). Das Gesetz gibt immerhin eine Reihe von Kriterien vor, die die FINMA bei dieser Festlegung zu beachten hat (Art. 93 Abs. 1 VE-FinfraG)⁸²; sie hat auch internationalen Standards Rechnung zu tragen (Art. 93 Abs. 2 VE-FinfraG).⁸³

3.2 Clearingpflicht

a. Begriff

Nach Art. 89 Abs. 1 VE-FinfraG haben Gegenparteien (mit Ausnahme der kleinen Gegenparteien) alle Geschäfte mit standardisierten Derivaten über eine von der FINMA bewilligte oder anerkannte zentrale Gegenpartei abzurechnen. Als Abrechnung (Clearing) wird im Kontext von Derivategeschäften der Prozess bezeichnet, in dem die Positionen der Gegenparteien erstellt werden (vgl. Art. 2(3) EMIR). Dazu gehören insbesondere die Berechnung der Nettoverbindlichkeiten mittels Netting (dazu hinten S. 172) sowie das Einfordern von Sicherheiten.⁸⁴

Als zentrale Gegenpartei (auch zentraler Kontrahent; Central Counterparty, CCP) bezeichnet man eine auf förmlichen und gemeinsamen Verfahren und Regeln beruhende Einrichtung, welche zwischen die Gegenparteien eines Kontrakts tritt, sodass die zentrale Gegenpartei Käufer für jeden Verkäufer und Verkäufer für jeden Käufer wird (so die Legaldefinition in Art. 2 Bst. 1 NBV, ebenso Art. 43 Abs. 1 VE-FinfraG). Der Eintritt der zentralen Gegenpartei kann unmittelbar bei Vertragsabschluss erfolgen (sog. *Open Offer*) oder auch später; das geschieht dann mittels Novation. Der ursprüngliche Ver-

trag zwischen den Gegenparteien wird dabei aufgehoben und durch zwei neue Verträge ersetzt.⁸⁵

Die Anforderungen für eine direkte Teilnahme an einer zentralen Gegenpartei sind hoch, sodass sich nur die grössten Marktteilnehmer direkt einer zentralen Gegenpartei anschliessen werden (sog. Clearing Member; im Vorentwurf als direkte Teilnehmer bezeichnet, vgl. Art. 52 ff. VE-FinfraG). Kleinere Finanzielle Gegenparteien und die meisten Nichtfinanziellen Gegenparteien wickeln ihre Derivategeschäfte indirekt über Clearing Member ab (sog. indirekte Teilnehmer, Art. 52 VE-FinfraG). Ähnlich wie bei der Wertpapierverwahrung ergibt sich also beim Clearing von Derivaten einer mehrgliedrige Abwicklungskette.⁸⁶

Zurzeit gibt es nur eine zentrale Gegenpartei mit Sitz in der Schweiz, nämlich die von der SIX SIS betriebene SIX x-clear AG.⁸⁷ Diese ist bisher primär auf Kassamärkten für Aktien, börsengehandelte Fonds (ETF) und festverzinsliche Wertpapiere tätig, nicht aber auf den Derivatmärkten. In der Schweiz waren im Clearing von Derivategeschäften bisher insbesondere die britische LCH Clearnet Ltd. sowie die deutsche Eurex Clearing AG tätig, die deshalb beide von der SNB als systemisch bedeutsame Einrichtungen eingestuft worden sind.⁸⁸ In der EU hat ESMA im März 2014 angefangen, Bewilligungen zum Erbringen von Clearingdienstleistungen zu erteilen; bisher sind drei zentrale Gegenparteien zugelassen worden.⁸⁹ Die Clearinglandschaft dürfte sich als Folge der Derivateregulierung stark verändern. Bei der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) haben sich nicht weniger als 33 zentrale Gegenparteien aus Drittstaaten (darunter SIX x-clear) zur Zulassung registrieren lassen.⁹⁰

Im Ergebnis werden Schweizer Gegenparteien die Clearingpflicht voraussichtlich über zentrale Gegenparteien erfüllen müssen, die ihren Sitz im Ausland haben. Das setzt voraus, dass sie durch die FINMA aner-

BCBS/IOSCO, Margin requirements for non-centrally cleared derivatives, Second Consultative Document (Basle, 15.3.2013), S. 26.

⁸² So bereits FSB, OTC Derivatives Market Reform (FN 2), S. 4, 13 ff.; vgl. auch Art. 5(4) EMIR.

⁸³ FSB, OTC Derivatives Market Reform (FN 2), S. 4, 13 ff.; zum Prozess für die Entscheidung, ob Derivate für eine zentrale Abrechnung geeignet sind, vgl. auch IOSCO, Requirements for Central Clearing (February 2012), S. 12 ff.

⁸⁴ Vgl. ESSEBIER/KÜHN (FN 32), S. 653. Die Begriffsbeschreibung in Art. 2 Bst. d VE-FinfraG (die sich allerdings auch auf das Clearing von Wertpapiergeschäften bezieht) geht weit über diese allgemein anerkannte Definition hinaus. Clearing umfasst demnach alle «Verarbeitungsschritte zwischen Abschluss und Abwicklung eines Geschäfts, insbesondere die Erfassung, Abstimmung und Bestätigung der Transaktionsdaten; die Übernahme der Verpflichtungen durch eine zentrale Gegenpartei oder andere Risikominderungsmassnahmen; die Verrechnung (Netting) von Geschäften; die Abstimmung und Bestätigung der abzuwickelnden Zahlungen und Effektenüberträge.»

⁸⁵ ESSEBIER/KÜHN (FN 32), S. 653.

⁸⁶ Vgl. dazu Art. 2 DelVO 149/2013.

⁸⁷ Vgl. dazu die Informationen auf der Website von SIX x-clear auf <<http://www.six-securities-services.com/de/home/clearing.html>> (zuletzt besucht 31.3.2014); vgl. ferner ROBERT OLESCHAK, Die Zentrale Gegenpartei SIX x-clear, Zürich 2009. Die SIX-Gruppe hat Anfang April 2014 den Erwerb von Oslo Clearing bekanntgegeben, die auch im Derivateclearing tätig ist. Vgl. «Swiss exchange owner SIX to reorganise clearing operations», FT online, 9.4.2014.

⁸⁸ SNB, Geschäftsbericht 2012, 79.

⁸⁹ Nämlich die schwedische Nasdaq OMX Clearing AB, die polnische KDPW_CCP und die deutsche Eurex Clearing AG; das Gesuch der niederländischen European Central Counterparty N.V. ist noch pendend. Eine vollständige Übersicht findet sich unter <<http://www.esma.europa.eu/page/Registries-and-Databases>> (zuletzt abgerufen 25. 4. 2014). Der 7. Fortschrittsbericht des FSB zählt gesamthaft 30 zentrale Gegenparteien auf, die OTC-Derivate abrechnen; vgl. FSB, Progress Report (FN 7), S. 59.

⁹⁰ Vgl. die Liste unter <<http://www.esma.europa.eu/content/List-central-counterparties-CCPs-established-non-EEA-countries>> (zuletzt abgerufen 31. 3. 2014).

kannt werden; die Anerkennung ist unter den in Art. 54 VE-FinfraG genannten Bedingungen möglich.⁹¹ Dazu ist insbesondere erforderlich, dass die ausländische zentrale Gegenpartei einer angemessenen Regulierung und Aufsicht untersteht (Art. 54 Abs. 2 Bst. a VE-FinfraG). Weiter muss die ausländische Aufsichtsbehörde sich mit der grenzüberschreitenden Tätigkeit der zentralen Gegenpartei einverstanden und sich zur Zusammenarbeit mit der FINMA bereit erklären (Art. 54 Abs. 2 Bst. b VE-FinfraG). Schliesslich kann die FINMA die Anerkennung verweigern, wenn der ausländische Sitzstaat nicht gleiche Wettbewerbsmöglichkeiten bietet. Ob diese Voraussetzungen in jedem Fall ohne weiteres erfüllt sein werden, ist alles andere als sicher. Deshalb sollten die Anerkennungsvoraussetzungen auf das Vorliegen einer äquivalenten Regulierung und Aufsicht beschränkt und nicht mit wettbewerbspolitischen Anliegen oder Gegenrechtserfordernissen vermischt werden.⁹²

b. Reduktion von Systemrisiken durch zentrale Gegenparteien

Die Clearingpflicht wird damit gerechtfertigt, dass die Abwicklung von Derivategeschäften über eine zentrale Gegenpartei zur Reduktion von Gegenparteirisiken beiträgt und damit die Stabilität des Finanzsystems stärkt.⁹³ Tatsächlich ist klar, dass eine gut geführte zentrale Gegenpartei einen massgeblichen Beitrag zur Überwachung und Begrenzung von Gegenpartei- und operationellen Risiken im Derivategeschäft leisten kann.⁹⁴ Das wird durch verschiedene Mechanismen erreicht: durch multilaterales Netting, durch Einfordern von Sicherheiten (Margins), durch Vergemeinschaftung von Verlusten und schliesslich mittels Durchsetzung von robusten operationellen Standards.

aa. Multilaterales Netting

Wichtigste und zentrale Funktion einer zentralen Gegenpartei ist die laufende Aufrechnung (Netting) wechselseitiger Positionen der Teilnehmer auf multilateraler

Basis.⁹⁵ Dabei werden zwischen den Teilnehmern bestehende Forderungen aus verschiedenen Transaktionen einer bestimmten Geschäftsart jeweils umgehend pro Währung und Valutatag durch einen Verrechnungsvorgang auf eine einzige neue Forderung reduziert. Die resultierenden Nettobeträge pro Erfüllungstag und Währung gelten für die Zukunft als neue Verbindlichkeit.⁹⁶

Netting ist ein sehr mächtiges Werkzeug zur Reduktion von Gegenparteirisiken.⁹⁷ So konnten OTC-Derivate im Marktwert von rund USD 20 Bio., die Mitte 2013 weltweit ausstehend waren (dazu vorne S. 164), mittels Netting auf Bruttokreditrisikopositionen von gerade noch USD 3.9 Bio. reduziert werden.⁹⁸ Das entspricht einer Reduktion um 80 Prozent.⁹⁹ Multilaterales Netting – im Rahmen einer zentralen Gegenpartei – ist dabei deutlich effektiver als bilaterales Netting, und zwar je nach Art der Gegenpartei um bis zum Vierfachen.¹⁰⁰ Das ist ein klassischer positiver Netzwerkeffekt: Werden beim bilateralen Netting nur wechselseitige Positionen der beiden am Vertrag beteiligten Gegenparteien erfasst, erfolgt der Verrechnungsvorgang beim multilateralen Netting gegenüber allen Teilnehmern. Die Nettingeffizienz ist mit anderen Worten umso grösser, je grösser der Kreis der von einer Nettingvereinbarung erfassten Teilnehmer ist.

Verschiedene Studien haben nachgewiesen, dass die Reduktion von Gegenparteirisiken umso grösser ist, je mehr Derivategeschäfte über eine bestimmte zentrale Gegenpartei abgerechnet werden.¹⁰¹ Diese Überlegungen hätten an sich für die Schaffung einer globalen Infrastruktur gesprochen. Eine solche ist aus wettbewerbspolitischer Sicht jedoch unerwünscht und aus finanzmarktpolitischen Gründen unrealistisch. Die tatsächliche Entwicklung geht denn auch eher in Richtung einer Fragmentierung der Marktinfrastruktur, nicht zuletzt gefördert durch regulatorische Anforderungen, die

⁹¹ Gemäss Art. 89 Abs. 3 kann die FINMA im Einzelfall die Abrechnung über eine nicht anerkannte zentrale Gegenpartei erlauben, sofern dadurch der Schutzzweck des Gesetzes nicht beeinträchtigt wird. Gemäss EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 77 f., geht es dabei um den Fall, dass sich eine ausländische zentrale Gegenpartei gar nicht um Anerkennung bemüht, weil sich nur ein einziger Schweizer Teilnehmer anschliessen will.

⁹² Art. 54 Abs. 4 VE-FinfraG räumt der FINMA zwar das Recht ein, eine ausländische zentrale Gegenpartei ohne förmliche Anerkennung zuzulassen, aber nur, wenn «der Schutzzweck dieses Gesetzes nicht beeinträchtigt wird». Diese Voraussetzung dürfte nur bei zentralen Gegenparteien gegeben sein, deren Marktanteil vernachlässigbar ist.

⁹³ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 77.

⁹⁴ IMF, GFSR 2010 (FN 81), S. 6 ff.; vgl. auch DANIEL HELLER/NICHOLAS VAUSE, Collateral requirements for mandatory central clearing of over-the-counter derivatives (BIS Working Paper Nr. 373; March 2012), S. 2 f.

⁹⁵ Vgl. dazu TOM HÄUSLER, Die vertraglichen Grundlagen im Bereich des Handels mit derivativen Finanzinstrumenten, Zürich 1996 (SSB; Bd. 42), S. 189.

⁹⁶ HÄUSLER (FN 95), S. 187; ESSEBIER/KÜHN, (FN 32), S. 653.

⁹⁷ Macroeconomic Assessment Group on Derivatives (MAGD), Macroeconomic assessment of OTC derivatives regulatory reforms (August 2013; zit. MAGD, *Macroeconomic assessment*), S. 10.

⁹⁸ BIS, Statistical release, OTC derivatives at end-June 2013 (November 2013), S. 2.

⁹⁹ MAGD, Macroeconomic assessment (FN 97), S. 10.

¹⁰⁰ MAGD, Macroeconomic assessment (FN 97), S. 10 [«...it is assumed that multilateral netting associated with central clearing is often more effective at compressing counterparty exposures than bilateral netting. In particular, it is assumed that it is about four times more effective for derivatives dealers and banks»].

¹⁰¹ MAGD, Macroeconomic assessment (FN 97), S. 10, 15; DARRELL DUFFIE/HAOXIANG ZHU, Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk? (April 27, 2011). Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 46; Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 2022. verfügbar unter SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1348343>>, S. 6 ff.; STEFAN NEUNER/KLAUS SCHÄFER, Zentrale Gegenparteien für den ausserbörslichen Derivatehandel in der Praxis, Bayreuther Arbeitspapiere zu Finanzierung, Rechnungslegung und Steuern Nr. 2011-01 (März 2011), S. 20 ff.

die Abwicklung über inländische zentrale Gegenparteien vorschreiben und die ausländische Einrichtungen nur unter restriktiven Voraussetzungen zulassen (vgl. Art. 25 EMIR). Einen Ausweg aus diesem Dilemma bietet möglicherweise die systemübergreifende Abrechnung von Derivategeschäften (Interoperabilität; vgl. Art. 50 ff. VE-FinfraG). Durch die Verbindung von mehreren zentralen Gegenparteien entstehen jedoch neue Kanäle für die Übertragung von Risiken, so dass eine zentrale Gegenpartei eine andere anstecken kann.¹⁰²

bb. Einfordern von Sicherheiten

Weil die zentrale Gegenpartei zwischen die ursprünglichen Gegenparteien tritt, ist ihr Derivatebuch vollständig gedeckt (*matched book*), sodass sie im Normalfall von Marktpreisveränderungen der Derivate nicht betroffen sein sollte. Die zentrale Gegenpartei steht jedoch dann im Risiko, wenn einer der Teilnehmer ausfällt.¹⁰³ Dieses Risiko wird durch das Einfordern von Sicherheiten begrenzt (Art. 44 Abs. 1 VE-FinfraG). Die Sicherheitsanforderungen setzen sich aus den folgenden drei Elementen zusammen (Art. 44 Abs. 2 VE-FinfraG)¹⁰⁴:

- *Ersteinschusszahlungen (margins)* decken die Kreditrisiken ab, die sich bei Ausfall eines Teilnehmers für die zentrale Gegenpartei aufgrund von erwarteten Marktpreisveränderungen ergeben können.
- *Nachschusszahlungen (variation margins)* decken die laufenden Kreditrisiken ab, die sich aufgrund von realisierten Marktpreisveränderungen ergeben.
- Jeder Teilnehmer muss Beiträge an einen *Ausfallfonds (default fund)* leisten. Beim Ausfall eines Teilnehmers werden in erster Linie dessen eigene Beiträge zur Deckung von Verlusten verwendet. Auf die Beiträge anderer Teilnehmer wird erst zurückgegriffen, wenn diejenigen des ausgefallenen Teilnehmers nicht ausreichen.

Zugelassen sind ausschliesslich Sicherheiten, die liquide sind und nur geringe Kredit- und Marktrisiken aufweisen (Art. 44 Abs. 3 VE-FinfraG). In der Regel sehen zentrale Gegenparteien in ihren Teilnahmebedingungen vor, dass die Sicherheiten in Form von Barsicherheiten (*cash collateral*)¹⁰⁵ oder von erstklassigen Wertpapiersicherheiten (im wesentlichen notenbankfähigen Sicherheiten) gestellt werden müssen.¹⁰⁶ Die Besicherung von Derivategeschäften war zwar schon bisher üblich, doch sind die neuen gesetzlichen Anforderungen viel strenger.

¹⁰² ESSEBIER/KÜHN (FN 32), S. 654.

¹⁰³ HELLER/VAUSE (FN 94), S. 2 f.

¹⁰⁴ HELLER/VAUSE (FN 94), S. 2 f.

¹⁰⁵ Vgl. dazu KUHN (FN 61), S. 511 ff.

¹⁰⁶ Nach dem ISDA Margin Survey 2014 (der sich auf 2013 bezieht) machten Barsicherheiten mit 75 Prozent den mit Abstand grössten Teil der Sicherheiten aus, gefolgt von Staatsanleihen mit rund 15 Prozent. Vgl. ISDA, Margin Survey 2014 (April 2014), S. 8.

cc. Vergemeinschaftung von Verlusten

Reichen die von einem Teilnehmer gestellten Sicherheiten und Ausfallfondsbeiträge nicht zur Deckung der aus seinem Ausfall entstandenen Verluste, so werden diese durch die Gesamtheit der Teilnehmer gemeinsam getragen.¹⁰⁷ Dazu werden die Beiträge der überlebenden Teilnehmer an den Ausfallfonds herangezogen. Als letzte Schranke dient das Eigenkapital, über das zentrale Gegenparteien verfügen müssen.¹⁰⁸

dd. Operationelle Risiken

Ein weiterer Beitrag, den zentrale Gegenparteien zur Begrenzung von Systemrisiken leisten können, ist die Durchsetzung von robusten Risikomanagement-Standards.¹⁰⁹ Im Rahmen einer zentralen Gegenpartei lassen sich operationelle Risiken effektiver erfassen und begrenzen als im bilateralen Clearing.

c. Anforderungen an zentrale Gegenparteien

Gegenparteirisiken verschwinden durch Zwischenschaltung einer zentralen Gegenpartei nicht einfach, sondern werden bei dieser konzentriert.¹¹⁰ Würde eine zentrale Gegenpartei ausfallen, so wären die Risiken für die Stabilität des Finanzsystems noch grösser als bei rein bilateralem Clearing.¹¹¹ Ausfälle von zentralen Gegenparteien waren zwar bisher selten, sind aber doch vorgekommen. So ist 1974 die französische Caisse de Liquidation untergegangen und 1983 das malaysische Kuala Lumpur Commodity Clearing House. Nach dem Einbruch der Aktienmärkte 1987 wurde ein Kollaps der Chicago Mercantile Exchange (CME) und der Options Clearing Corporation (OCC) nur knapp vermieden.¹¹² In allen Fällen erwiesen sich nach dem Ausfall eines grösseren Teilnehmers die von diesem gestellten Sicherheiten als ungenügend.¹¹³

Aus diesen Gründen müssen zentrale Gegenparteien einer intensiven Aufsicht und Überwachung unterstehen. Der Vorentwurf stellt in den Art. 44 ff. Anforderungen an zentrale Gegenparteien auf, die den von CPSS und IOSCO ausgearbeiteten Grundsätzen für Finanzmarktinfrastrukturen¹¹⁴ entsprechen.¹¹⁵ Noch im Gange

¹⁰⁷ IMF, GFSR 2010 (FN 81), S. 2; ESSEBIER/KÜHN (FN 32), S. 654.

¹⁰⁸ Vgl. dazu auch DAVID ELLIOTT, Central counterparty loss-allocation rules, Bank of England Financial Stability Paper No. 20 (April 2013).

¹⁰⁹ IMF, GFSR 2010 (FN 81), S. 2.

¹¹⁰ IMF, GFSR 2010 (FN 81), S. 2.

¹¹¹ IMF, GFSR 2010 (FN 81), S. 2.

¹¹² IMF, GFSR 2010 (FN 81), S. 10.

¹¹³ IMF, GFSR 2010 (FN 81), S. 10.

¹¹⁴ Vgl. FN 59.

¹¹⁵ Mit Bezug auf Zahlungssysteme, Effektenabrechnungs- und -abwicklungssysteme sowie zentrale Gegenparteien sind die bereits durch eine Teilrevision der Nationalbankverordnung umgesetzt worden, die per 1. Juli 2013 in Kraft getreten ist. Vgl. AS 2013, 1987; SNB, Erläuterungsbericht zur Revision der Nationalbankverordnung vom 10. Juni 2013, S. 2. Vgl. dazu auch BEAT BRÄNDLI, Die

sind Arbeiten an Grundsätzen, die eine ordentliche Abwicklung von zentralen Gegenparteien ermöglichen sollen.¹¹⁶

d. Segregation und Übertragbarkeit

Sicherheiten müssen nicht nur die direkten Teilnehmer der zentralen Gegenpartei für ihre Eigenpositionen stellen, sondern auch für Positionen ihrer Kunden (indirekte Teilnehmer). Beim Ausfall eines Teilnehmers oder der zentralen Gegenpartei muss es möglich sein, diese Sicherheiten jederzeit dem Sicherungsgeber zuzuordnen zu können, um dessen Aussonderungsansprüche (Art. 17 f. BEG) befriedigen zu können. Der Vorentwurf schreibt deshalb vor, dass Eigen- und Kundenbestände getrennt geführt werden müssen, wobei die zentrale Gegenpartei bzw. das Clearingmitglied verpflichtet ist, eine Reihe von Optionen (*Omnibus-Kunden-Kontentrennung; Einzelkunden-Kontotrennung*) anzubieten (Art. 48, 53 VE-FinfraG; vgl. auch Art. 39 EMIR).¹¹⁷

Der Begrenzung von Systemrisiken dient auch die Pflicht von zentralen Gegenparteien, die Übertragbarkeit (*portability*) von Derivatepositionen zu gewährleisten (Art. 49 VE-FinfraG). Damit soll sichergestellt werden, dass die Forderungen der indirekten Teilnehmer beim Ausfall ihres Clearingmitglieds erfüllt werden und dass sie über die von ihnen gestellten Sicherheiten verfügen können.¹¹⁸ Zentrale Gegenparteien müssen demnach Vorkehrungen treffen, damit beim Ausfall eines direkten Teilnehmers (Clearingmitglied) Sicherheiten sowie Derivatepositionen, die das Clearingmitglied für seine Kunden (indirekte Teilnehmer) hält, auf ein anderes Clearingmitglied übertragen werden können (Art. 49 Abs. 1 VE-FinfraG). Art. 84 VE-FinfraG ordnet darüber hinaus an, dass dieser Übergang mit der Konkurseröffnung über den direkten Teilnehmer von Gesetzes wegen eintritt. Gemäss Erläuterungsbericht soll es sich hierbei um eine Legalzession handeln.¹¹⁹

3.3 Risikominderungspflichten für nicht standardisierte Derivate

a. Begriff und Rechtfertigung

Auch in Zukunft wird es nicht möglich sein, sämtliche OTC-Derivategeschäfte über zentrale Gegenparteien abzuwickeln, denn dafür kommen nur standardisier-

te Derivate in Betracht. Viele Derivategeschäfte werden einer Standardisierung nicht zugänglich sein (vorne S. 170). Für diese Derivategeschäfte sieht der Vorentwurf verschiedene Risikominderungspflichten vor (Art. 100 bis 103 VE-FinfraG). Die Gegenparteien werden einerseits verpflichtet, Gegenparteirisiken durch das Stellen von Sicherheiten abzudecken. Ferner müssen Derivatepositionen laufend zu Marktpreisen bewertet werden. Schliesslich müssen die Gegenparteien ihr Derivategeschäft so organisieren, dass operationelle Risiken weitgehend vermieden werden. Im Gesetz nicht erwähnt ist das Netting von wechselseitigen Derivatepositionen, das aber auch bei einer bilateralen Abwicklung von Derivategeschäften das mit Abstand wichtigste Werkzeug zur Reduktion von Gegenparteirisiken ist.

b. Stellung von Sicherheiten

aa. Grundsatz und Geltungsbereich

Zur Absicherung der Gegenparteirisiken verpflichtet Art. 102 Abs. 1 VE-FinfraG die Gegenparteien zum Austausch von «angemessenen Sicherheiten». Sind Derivategeschäfte ausreichend besichert, so können beim Ausfall einer Gegenpartei Verluste vermieden werden. Die Stellung von Sicherheiten vermindert damit Ansteckungsrisiken, ist aber auch deshalb notwendig, weil die Pflicht zur Abwicklung über zentrale Gegenparteien unterminiert würde, wenn bilateral abgerechnete Geschäfte auf ungesicherter Basis stattfinden könnten.

Weder dem Gesetz noch dem Erläuterungsbericht lassen sich Hinweise darauf entnehmen, was unter «angemessenen Sicherheiten» zu verstehen ist. Der Erläuterungsbericht verweist dazu auf den Bericht einer BSBS/IOSCO-Arbeitsgruppe¹²⁰, der Anforderungen an Sicherheiten in bilateral abgerechneten OTC-Derivategeschäften festlegt.¹²¹ Nach diesen Anforderungen, die ab 2015 schrittweise in Kraft treten sollen¹²², müssen die Gegenparteien ebenfalls Ersteinschusszahlungen (*initial margins*) zur Abdeckung künftiger Marktpreisveränderungen sowie Nachschusszahlungen (*variation margins*) zur Abdeckung von laufenden Kreditrisiken stellen (dazu vorne S. 173).¹²³ Die Ersteinschusszahlungen können aufgrund behördlich genehmigter interner Modelle oder eines Standardsansatzes bestimmt werden; gemäss dem Standardansatz sind je nach Derivatekategorie Sicherheiten im Umfang von 1 % (kurzfristige Zinsderivate) bis 15 % (Rohstoff- und Aktienderivate) des Nominalwerts zu stellen.¹²⁴ Nachschusszahlungen sind aufgrund täglicher Bewertungen einzufordern. Sicherheiten sind dabei auf

aufsichtsrechtliche Erfassung der Zentralen Gegenpartei im schweizerischen Kapitalmarkt – Eine Momentaufnahme des Status quo und eventueller Risikopotentiale, SZW 2011, S. 2–19, 5 ff.

¹¹⁶ Vgl. dazu CPSS/IOSCO, Recovery of financial market infrastructure, Consultative report (August 2013); CPSS/IOSCO, Recovery and resolution of financial market infrastructure, Consultative report (July 2012).

¹¹⁷ Zum Ganzen MARTIN HESS, Segregation and Porting: Two Special Features for Cleared Trades, CapLaw 2013, S. 29.

¹¹⁸ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 71.

¹¹⁹ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 71.

¹²⁰ BCBS/IOSCO, Margin requirements for non-centrally cleared derivatives (Basle, September 2013) (zit. *Margin requirements*).

¹²¹ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 89.

¹²² BCBS/IOSCO, Margin requirements (FN 120), S. 23 ff.

¹²³ BCBS/IOSCO, Margin requirements (FN 120), S. 9 ff.

¹²⁴ BCBS/IOSCO, Margin requirements (FN 120), S. 25.

Bruttobasis auszutauschen, also ohne Berücksichtigung von Netting-Vorgängen.¹²⁵

Als Sicherheiten zugelassen sind hochliquide Aktiven wie Barsicherheiten, hochwertige Staats- und Unternehmensanleihen, gedeckte Anleihen, blue chip-Aktien sowie Gold.¹²⁶ Die Sicherheiten sind mit einem Abschlag (Haircut) von 0 % (Barsicherheiten) bis 15 % (Gold, Aktien) gegenüber dem Marktwert zu bewerten; hinzu kommt ein weiterer Abschlag von 8 %, wenn die Transaktion nicht in derselben Währung erfolgt, in der die Sicherheit denominiert ist.¹²⁷

Der Vorentwurf sieht ferner vor, dass Gegenparteien Sicherheiten, die sie entgegennehmen, von den eigenen Vermögenswerten getrennt verwahren müssen (*Segregation*, Art. 102 Abs. 2 VE-FinfraG). Das BCBS/IOSCO-Papier schränkt darüber hinaus das Recht zur Weiterverwendung (*right of use, re-hypothication*) von Sicherheiten massiv ein.¹²⁸ Der Vorentwurf enthält dazu keine Regelung, doch soll eine solche gemäss Erläuterungsbericht auf Verordnungsstufe erfolgen.¹²⁹

bb. Täglich Bewertung zu Marktpreisen

Der Vorentwurf schreibt ferner vor, dass ausstehende Geschäfte täglich zu Marktpreisen (Mark-to-Market) zu bewerten sind (Art. 101 Abs. 1 VE-FinfraG). Die Bewertung nach Modellen ist nur zulässig, sofern die Marktbedingungen eine Bewertung zu Marktpreisen nicht zulassen (Art. 101 Abs. 2 VE-FinfraG). Die Bewertungsmodelle müssen angemessen und in der Praxis anerkannt sein.

Die Pflicht zur täglichen Bewertung zu Marktpreisen gilt nur für die grösseren Marktteilnehmer; sowohl die kleinen Finanziellen Gegenparteien (Art. 91 VE-FinfraG, vorne S. 168) wie auch die kleinen Nichtfinanziellen Gegenparteien (Art. 90 VE-FinfraG, vorne S. 168 f.) sind davon ausgenommen. Der Erläuterungsbericht rechtfertigt diese Ausnahme mit der (zutreffenden) Begründung, dass eine tägliche Bewertung aufwendig sei und die Einrichtung entsprechender operationeller Prozesse voraussetze.¹³⁰

cc. Verminderung operationeller Risiken

Der Vorentwurf sieht schliesslich auch vor, dass die Gegenparteien Massnahmen zur Erfassung, Beobachtung und Begrenzung von operationellen Risiken zu treffen haben (Art. 100 VE-FinfraG). Operationelle Risiken werden definiert als die «Gefahr von Verlusten, die in Folge der Unangemessenheit oder des Versagens von internen Verfahren, Menschen oder Systemen oder in Folge von externen Ereignissen eintreten».¹³¹ In den Jahren vor der Finanzkrise hatte das starke Wachstum der Derivatmärkte dazu geführt, dass viele Marktteilnehmer mit der Verarbeitung von Geschäftsabschlüssen über Monate in Rückstand gerieten.¹³² Das ist ein klassisches operationelles Risiko.

Art. 100 Bst. a VE-FinfraG schreibt deshalb in enger Anlehnung an Art. 11 EMIR und die dazu ergangene Ausführungsverordnung 149/2013¹³³ vor, dass Vertragsabschlüsse rechtzeitig zu bestätigen sind (vgl. auch Art. 12 DelVO 149/2013). Weiter haben die Gegenparteien angemessene Verfahren zur Abstimmung von Portfolios, zur Beherrschung der damit verbundenen Risiken sowie zur frühzeitigen Erkennung und Ausräumung von Meinungsverschiedenheiten zwischen den Parteien einzuführen (Art. 100 Bst. b VE-FinfraG). Die Pflicht zur periodischen Abstimmung der Portfolios soll gemäss Erläuterungsbereich auch die Pflicht zur regelmässigen Portfoliokompression (*Compression; Tear-up*; Art. 14 DelVO 149/2013) umfassen.¹³⁴ Portfoliokompression ist eine Technik zur Eliminierung von redundanten Verträgen. Risiken werden häufig über ganze Ketten von bilateralen Derivategeschäften weitergegeben; durch Portfoliokompression können die zwischengeschalteten Gegenparteien ausgeschaltet werden. Damit ist es möglich, die Gegenparteierrisiken weiter zu vermindern.¹³⁵ Schliesslich werden die Gegenparteien verpflichtet, sich auf Streitschlichtungsmechanismen zu verständigen (vgl. auch Art. 15 DelVO 149/2013).

Die Pflichten zur Verminderung von operationellen Risiken gelten nach dem Wortlaut von Art. 100 Abs. 1 VE-FinfraG ohne Einschränkung für alle Finanziellen und Nichtfinanziellen Gegenparteien. Nach Art. 99 Abs. 3 VE-FinfraG kann der Bundesrat jedoch «aus Gründen der Verhältnismässigkeit» Ausnahmen vorsehen. Der

¹²⁵ BCBS/IOSCO, Margin requirements (FN 120), S. 19.

¹²⁶ BCBS/IOSCO, Margin requirements (FN 120), S. 16 ff.

¹²⁷ BCBS/IOSCO, Margin requirements (FN 120), S. 26.

¹²⁸ BCBS/IOSCO, Margin requirements (FN 120), S. 19 ff.

¹²⁹ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 89. Art. 22 BEG sieht das Recht zur Weiterverwendung von Sicherheiten grundsätzlich ohne Einschränkung vor. Allerdings bestand bei Erlass des Bucheffektengesetzes Konsens darüber, dass aufsichtsrechtliche Vorgaben und Einschränkungen vorbehalten bleiben, vgl. dazu HANS KUHN, Prel. Cmets. FISA, in: Hans Kuhn/Barbara Graham-Siegenthaler/Luc Thévenoz (Hrsg.), *The Federal Intermediated Securities Act (FISA) and the Hague Securities Convention (HSC)*, Bern 2010, Rz. 28 f. Eine Einschränkung des Rechts zur Weiterverwendung durch Verordnung dürfte deshalb zulässig sein.

¹³⁰ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 88.

¹³¹ Vgl. Art. 89 ERV; vgl. auch FINMA-Rundschreiben 2008/21 (Operationelle Risiken Banken), Rz. 2.

¹³² Vgl. CPSS, *New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives* (Basle, March 2007), S. 9.

¹³³ Delegierte Verordnung (EU) Nr. 149/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für indirekte Clearingvereinbarungen, die Clearingpflicht, das öffentliche Register, den Zugang zu einem Handelsplatz, nichtfinanzielle Gegenparteien und Risikominderungstechniken für nicht durch eine CCP abgewickelte OTC-Derivatekontrakte, ABl. L 52 vom 23.2.2013, S. 11–24.

¹³⁴ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 87.

¹³⁵ IMF, GFSR 2010 (FN 81), S. 3.

Erläuterungsbericht stellt solche für verschiedene Pflichten zur Begrenzung von operationellen Risiken in Aussicht.¹³⁶ Dabei wird allerdings zu berücksichtigen sein, dass gerade die Beherrschung der operativen Abläufe eine unverzichtbare Grundlage für den Abschluss von Derivategeschäften darstellt, die unabhängig von Grösse und Handelsvolumen gegeben sein muss.

3.4 Bewertung der Clearing- und Risikominderungspflichten

Eine abschliessende Bewertung der Clearing- und Risikominderungspflichten ist nicht ganz einfach. Einerseits steht ausser Frage, dass die Abrechnung von Derivategeschäften über zentrale Gegenparteien unter idealen Voraussetzungen einen wesentlichen Beitrag zur Verminderung von Gegenpartierisiken leisten kann und auch operationelle Risiken wirksam zu begrenzen vermag. Insbesondere ist das multilaterale Netting aufgrund von positiven Netzwerkeffekten deutlich effizienter als das Netting im rein bilateralen Verhältnis. Auch das Einfordern und die Überwachung und Verwaltung von Sicherheiten kann im Rahmen einer zentralisierten Abwicklung viel effizienter gestaltet werden.

Gegenpartierisiken verschwinden allerdings durch Zwischenschaltung einer zentralen Gegenpartei nicht einfach, sondern werden bei dieser konzentriert.¹³⁷ Ein Ausfall einer zentralen Gegenpartei hätte nicht hinnehmbare Auswirkungen. Mit der Clearingpflicht wird eine weitere Kategorie von Institutionen geschaffen, die zu gross und zu vernetzt sind, um untergehen zu können. Dementsprechend müssen sie noch schärfer als bisher reguliert, beaufsichtigt und überwacht werden. Zudem führt die Art und Weise, wie die Derivatereform umgesetzt wird, zu einer Fragmentierung von Märkten und Marktinfrastrukturen entlang nationaler Grenzen. Das risikomindernde Potential der Abwicklung über zentrale Gegenparteien wird deshalb bei weitem nicht voll ausgeschöpft. Zugleich ist der Bedarf an Sicherheiten umso grösser, je stärker die Infrastruktur fragmentiert ist.¹³⁸ Auch die Risikominderungspflichten für nicht zentral abgerechnete Derivategeschäfte, insbesondere die Pflicht zu Stellung von Sicherheiten, entsprechen weitgehend der *best practice*. Allerdings sind die Sicherheitsanforderungen sowohl für Teilnehmer an zentralen Gegenparteien als auch im bilateralen Clearing viel strenger als bisher. Gemäss einer BIZ-Studie werden Gegenparteien als Folge der Derivatereform zusätzliche Sicherheiten im Umfang von EUR 1'100 bis 1'800 Mrd. aufbringen müssen.¹³⁹ Damit stellt sich die Frage, ob in

Zukunft überhaupt genügend hochwertige Sicherheiten zur Verfügung stehen werden, um allen regulatorischen Anforderungen zu genügen.¹⁴⁰

Eine makroökonomische Auswirkungsstudie der BIZ kommt dennoch zum Schluss, dass «die wirtschaftlichen Vorteile der Reformen wahrscheinlich grösser sind als ihre Kosten».¹⁴¹ Der Nutzen besteht demnach darin, dass Finanzkrisen weniger häufiger auftreten und weniger gravierende Auswirkungen haben.¹⁴² Dem stehen laufende Zusatzkosten für die Finanzierung der Clearing-Infrastruktur, für die Bereitstellung zusätzlicher Sicherheiten und für zusätzliches Eigenkapital in Höhe von EUR 15 bis 32 Mrd. gegenüber.¹⁴³ Diese Kosten werden zu einer Erhöhung der Kreditkosten um 0.08 Prozentpunkte führen. Daraus ergibt sich ein Nettoutzen, den die Studie mit 0.16 Prozent des jährlichen Bruttoinlandsprodukts quantifiziert.¹⁴⁴ Der IWF geht demgegenüber davon aus, dass sich Kosten und Nutzen der Derivatereform in etwa ausgleichen werden, wobei es Gewinner (kleinere Finanzinstitute, Endkunden) und Verlierer (die grossen Derivatehändler) geben werde.¹⁴⁵

4. Plattformhandelspflicht

Ein weiteres Element der Pittsburgh-Erklärung zur Reform der Derivatemärkte war die Pflicht, Derivatgeschäfte nach Möglichkeit über Börsen oder andere Handelsplattformen abzuschliessen (Plattformhandelspflicht). Art. 104 VE-FinfraG setzt diese Absicht ins schweizerische Recht um und verpflichtet die Gegenparteien, alle Derivate, die sie untereinander handeln, «über die Plattform eines von der FINMA bewilligten oder anerkannten Handelsplatzes zu handeln.» Als Handelsplatz gelten nach Art. 25 Abs. 1 VE-FinfraG neben den eigentlichen Börsen auch multilaterale Handelssysteme sowie bewilligungspflichtige organisierte Handelssysteme.

Anders als die Clearing- und die anderen Risikominderungspflichten lässt sich die Plattformhandelspflicht nicht mehr mit der Verminderung von Systemrisiken begründen. Vielmehr geht es hier darum, die «Vor- und

mand impact, Bank of England Financial Stability Paper Nor. 18 (October 2012), S. 13.

¹⁴⁰ Dazu Committee on the Global Financial System (CGFS), Asset encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets (May 2013), S. 1 f., 18 f. [«...concerns about an absolute shortage of [high-quality assets] appear unjustified. Yet as the situation varies markedly across jurisdictions, temporary [high-quality assets] shortages may arise in some countries...»].

¹⁴¹ MAGD, Macroeconomic assessment (FN 97), S. 3.

¹⁴² MAGD, Macroeconomic assessment (FN 97), S. 12, 21 ff.

¹⁴³ MAGD, Macroeconomic assessment (FN 97), S. 13, 37 ff. Die einmaligen Anpassungskosten (Rechtskosten für den Abschluss von Verträgen; IT-Kosten etc.) wurden in der Studie nicht berücksichtigt.

¹⁴⁴ MAGD, Macroeconomic assessment (FN 97), S. 14.

¹⁴⁵ DOUGLA ELLIOTT/SUZANNE SALLOY/ANDRÉ OLIVERIRA SANTOS, Assessing the Cost of Financial Regulation, IMF Working Paper WP/12/233 (September 2012), S. 49 ff.

¹³⁶ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 87 f.

¹³⁷ PAUL TUCKER, Clearing houses as system risk managers, speech at the DTCC-CSFI post-trade fellowship launch (Juni 2011).

¹³⁸ Vgl. HELLER/VAUSE (FN 94), S. 18 ff., 25.

¹³⁹ MAGD, Macroeconomic assessment (FN 97), S. 38 f. Vgl. CHE SIDANIUS/FILIP ZIKES, OTC derivatives reform and collateral de-

Nachhandelstransparenz für Aufsichtsbehörden, für Marktteilnehmer und für die Öffentlichkeit zusätzlich [zu] verbessern».¹⁴⁶ Der Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte ist zwar ein anerkannter Topos der Finanzmarktregulierung, auch in der Schweiz (Art. 5 FINMAG, Art. 1 Abs. 2 FinfraG). Allerdings setzt auch ein hoheitlicher Eingriff zum Zwecke des Funktionsschutzes den Nachweis eines Marktversagens voraus, also im vorliegenden Kontext z.B. eine Beeinträchtigung der Preisbildungsfunktion auf den Derivatmärkten. Eine solche Beeinträchtigung ist weder behauptet noch gar nachgewiesen. Defizite in der Preisbildung können sich beispielsweise daraus ergeben, dass Informationen zwischen Parteien ungleich verteilt sind (asymmetrische Informationsverteilung). In einem Markt, in dem praktisch ausschliesslich sehr grosse und professionell organisierte Teilnehmer aktiv sind, sind asymmetrische Informationsverteilungen nicht ohne weiteres zu erwarten.

Die Plattformhandelspflicht wird voraussichtlich nicht bereits ab Inkrafttreten des Gesetzes gelten, sondern soll vom Bundesrat erst in Kraft gesetzt werden, «wenn dies nach der internationalen Entwicklung angezeigt ist» (Art. 148 S. 2 VE-FinfraG). Das Gesetz trägt damit dem Umstand Rechnung, dass über die Plattformhandelspflicht international kein Konsens besteht und dass dieses Element der Derivatemarktreform erst in ganz wenigen Staaten umgesetzt ist.¹⁴⁷ In der EU soll die Plattformhandelspflicht durch Art. 24(1) der Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR) eingeführt werden.¹⁴⁸

Der Kreis der Derivate, für den die Plattformhandelspflicht gilt, wird in Art. 105 VE-FinfraG gleich umschrieben wie für die Clearingpflicht (Art. 93 VE-FinfraG). Zwar ist es richtig, dass massgeschneiderte Derivate für die Plattformhandelspflicht ebenso wenig in Frage kommen wie für die Clearingpflicht, allerdings aus unterschiedlichen Gründen. Bei der Clearingpflicht geht es um die Risikoerfassung und -beherrschung, bei der Plattformhandelspflicht um Fungibilität. Über Plattformen gehandelte Derivate müssen allerdings fast zwangsläufig über eine zentrale Gegenpartei abgerechnet werden, sodass es durchaus Sinn macht, Plattformhandels- und Clearingpflichten aufeinander abzustimmen.¹⁴⁹

Der Plattformhandelspflicht unterliegen – ebenso wie der Clearingpflicht – nur die grösseren Finanziellen

und Nichtfinanziellen Gegenparteien (Art. 104 Abs. 1 VE-FinfraG), also nicht die kleinen Gegenparteien (Art. 90, 92 VE-FinfraG) und auch nicht die gruppeninternen Geschäfte (Art. 106 VE-FinfraG). Während sich Ausnahmen von der Clearingpflicht für kleinere Gegenparteien aufgrund ihrer begrenzten Relevanz für die Stabilität des Finanzsystems begründen lassen, ist eine solche Rechtfertigung bei der Plattformhandelspflicht nicht mehr erkennbar. Wenn es tatsächlich ein öffentliches Interesse an einer verstärkten Vor- und Nachhandelstransparenz gibt, dann sollten dazu alle Marktteilnehmer ihren Beitrag leisten.

5. Offenlegung von OTC-Derivategeschäften

5.1 Begriff und Rechtfertigung

Ein weiterer tragender Pfeiler der Derivatereform ist die Herstellung umfassender Transparenz über die Vorgänge und Teilnehmer an den Derivatmärkten. Zu diesem Zweck werden die Marktteilnehmer verpflichtet, den Abschluss oder die Abwicklung von Derivategeschäften sowie alle späteren Änderungen zeitnah an Transaktionsregister zu melden (Art. 96 VE-FinfraG; ebenso Art. 9 Abs. 1 EMIR). In ihren praktischen Auswirkungen stellen die Transparenzpflichten wahrscheinlich eine noch grössere Bürde dar als die Risikominderungs- und Plattformhandelspflichten.

Die Transparenzpflichten sollen die Aufsichtsbehörden in die Lage versetzen, sich jederzeit in nahezu Echtzeit ein umfassendes Bild über die Vorgänge auf den Derivatmärkten zu verschaffen. Die internationalen Standardsetzer rechtfertigen dabei die Forderung nach mehr Transparenz der Derivatmärkte im Wesentlichen mit zwei Argumenten: Einerseits gehe es darum, systemische Risiken früher und besser erkennen und Banken einfacher abwickeln zu können, andererseits aber auch darum, Märkte und Marktteilnehmer besser zu überwachen und damit Marktmissbräuche effektiver aufdecken zu können.¹⁵⁰ Sowohl der Kreis der Behörden, die Zugang zu diesen Daten erhalten sollen, wie auch der Zweck der Datennutzung sind dabei denkbar weit gefasst.¹⁵¹

¹⁴⁶ EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 90.

¹⁴⁷ FSB, Progress Report (FN 7), S. 22.

¹⁴⁸ Das Europäische Parlament hat dem Vorschlag für eine Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente am 15.04.2014 zugestimmt. Die Verordnung bedarf nunmehr noch der formellen Zustimmung des Rates. Sie wird 20 Tage nach der Veröffentlichung im EU-Amtsblatt in Kraft treten. Für die letzte Version vgl. <<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2012-0407&language=DE&ring=A7-2012-0303>> (zuletzt besucht 21.4.2014)

¹⁴⁹ So auch EFD, Erläuterungsbericht (FN 1), S. 91.

¹⁵⁰ Vgl. FSB, OTC Derivatives Market Reforms (FN 2), S. 44 [*«The data maintained in TRs will allow authorities to address vulnerabilities in the financial system and to develop well-informed regulatory, supervisory and other policies (and assess the effects of such policies) that promote financial stability and reduce systemic risks. It is critical for authorities to have a global view of the OTC derivatives markets by asset class. Use of such data also enables authorities to carry out their prudential supervision and resolution mandates, and to conduct market monitoring and enforcement.»*].

¹⁵¹ Vgl. dazu ausführlich CPSS/IOSCO, Authorities' access to trade repository data (August 2013), S. 5 ff.

5.2 Transaktionsregister

a. Begriff

Transaktionsregister sind eine neue Art von Finanzmarktinfrastrukturen, die eigens zur Aufzeichnung und Verwaltung von Meldungen über Derivategeschäfte geschaffen werden. Art. 66 VE-FinfraG definiert Transaktionsregister als «Einrichtung, die Daten zu Transaktionen mit Derivaten (...) zentral sammelt, verwaltet und verwahrt». Transaktionsregister mit Sitz in der Schweiz bedürfen einer Bewilligung der FINMA (Art. 3 Abs. 1 Bst. f VE-FinfraG) und werden durch die FINMA überwacht (Art. 75 Abs. 1 VE-FinfraG). Ausländische Transaktionsregister dürfen Meldungen von Schweizer Marktteilnehmern nur entgegennehmen, wenn die FINMA sie anerkannt hat (Art. 72 VE-FinfraG).

Die ersten Transaktionsregister sind im Rahmen der Bemühungen entstanden, die operative Abwicklung von OTC-Derivategeschäften zu verbessern. Als erstes Register nahm 2006 das Trade Information Warehouse seinen Betrieb auf, eine Tochtergesellschaft des US-amerikanischen Zentralverwahrers DTCC. Die Derivateregulierung in der EU und den USA hat Bewegung in die Landschaft gebracht; der 7. Fortschrittsbericht des FSB listet nicht weniger als 25 Transaktionsregister auf, die für eine oder mehrere Derivateklassen Meldungen entgegennehmen wollen.¹⁵² ESMA hat bisher sechs Transaktionsregister registriert und damit zur Entgegennahme von Meldungen autorisiert.¹⁵³ In der Schweiz besteht kein Transaktionsregister; es sind auch keine offiziellen Pläne bekannt, ein solches einzurichten.

Die Fragmentierung der Infrastruktur für Offenlegungszwecke hat zur Folge, dass eine sinnvolle Nutzung der Daten nur möglich ist, wenn die Daten bereinigt und aggregiert werden können. Das setzt voraus, dass Gegenparteien und Geschäfte eindeutig identifizierbar sind. Zur Identifikation der Gegenparteien wurde ein sog. Legal Entity Identifier (LEI) geschaffen, ein standardisierter, universeller, alphanumerischer Referenzcode, mit dem jeder Rechtseinheit, die an einem Derivatgeschäft beteiligt ist, ein eindeutiges Identifikationsmerkmal zugewiesen werden kann.¹⁵⁴ Vorangetrieben werden auch Arbeiten an entsprechenden Codes für die Identifikation von Transaktionen und Produkten (Unique Trade Identifier – UTI bzw. Unique Product Identifier – UPI).¹⁵⁵ Dennoch sind die internationalen Standardsetzer zum Schluss gekommen, dass die mit den Offenle-

gungspflichten verfolgten Stabilitätsziele unter den gegebenen Umständen nicht erreicht werden können.¹⁵⁶ Der Finanzstabilitätsrat prüft daher Optionen, durch Schaffung einer zentralen Metastruktur eine Aggregation auf globaler Basis zu erreichen.¹⁵⁷

b. Zulassungsvoraussetzungen

Die Meldung muss nach Art. 96 Abs. 1 VE-FinfraG an ein Transaktionsregister erfolgen, das von der FINMA bewilligt oder anerkannt ist. Solange es kein schweizerisches Transaktionsregister gibt, werden Gegenparteien mit Sitz in der Schweiz ihre Offenlegungspflichten nur durch Meldung an ein ausländisches Transaktionsregister erfüllen können. Ähnlich wie bei zentralen Gegenparteien setzt die Anerkennung ausländischer Transaktionsregister voraus, dass dieses einer angemessenen Regulierung und Aufsicht untersteht (Art. 72 VE-FinfraG). Ferner muss sich die ausländische Aufsichtsbehörde mit der grenzüberschreitenden Tätigkeit des Registers einverstanden und zur Zusammenarbeit mit der FINMA bereit erklären. Darüber hinaus muss die Behörde bestätigen, dass sie die Daten nur an Strafverfolgungsbehörden weiterleitet, wenn die Voraussetzungen für Rechtshilfe in Strafsachen gegeben sind (Art. 70 Abs. 1 Bst. b Ziff. 1 VE-FinfraG); eine Weiterleitung an Steuerbehörden ist vollständig ausgeschlossen (Art. 70 Abs. 1 Bst. b Ziff. 2 VE-FinfraG).

Vor allem der Ausschluss der Weiterleitung von Transaktionsdaten an Strafverfolgungs- und Steuerbehörden dürfte in der Praxis eine hohe Hürde für die Anerkennung ausländischer Transaktionsregister sein. Art. 81 EMIR, der in Abs. 3 den Zugriff von Aufsichts- und Finanzmarktbehörden auf die Transaktionsdaten regelt, stellt in Abs. 4 klar, dass auch «andere einschlägige Behörden» Zugang zu diesen Daten erhalten sollen, sofern sie diese zur Erfüllung ihrer Aufgaben benötigen. Ein Ausschluss für Strafverfolgungs- oder Steuerbehörden ist nach EU-Recht klarerweise nicht vorgesehen. Steht weder ein schweizerisches noch ein anerkanntes ausländisches Transaktionsregister offen, so bestimmt der Bundesrat die Stelle, an welche Meldung zu erstatten ist (Art. 96 Abs. 4 VE-FinfraG).

¹⁵² FSB, Progress Report (FN 7), S. 58.

¹⁵³ Vgl. für die vollständige Liste <<http://www.esma.europa.eu/content/List-registered-Trade-Repositories>> (zuletzt abgerufen 25.4.2014).

¹⁵⁴ Vgl. FSB, A Global Legal Entity Identifier for Financial Markets (June 2012), S. 25 ff.

¹⁵⁵ Vgl. dazu weiterführend ISDA, Unique Trade Identifier (UTI): Generation, Communication and Matching (15. Juli 2013) abrufbar unter <<http://www2.isda.org/identifiers-and-otc-taxonomies/>> (zuletzt besucht 4.4.2014).

¹⁵⁶ CPSS/IOSCO, Authorities' access to trade repository data, Consultative report (April 2013), S. 10: [*«With the current structure of TRs, no authority will be able to examine the entire global network of OTCD data, at a detailed level. In addition, it is likely that OTCD data will be held in multiple TRs, requiring some form of aggregation of data to get a comprehensive and accurate view of the global OTC derivatives market and activities. Absent that, the financial stability objectives of the G20 in calling for TRs might not be achieved.»*]

¹⁵⁷ FSB, Consultation Paper: Feasibility study on approaches to aggregate OTC derivatives data (4 February 2014), S. 5 f.

5.3 Meldepflichtige Gegenparteien

Meldepflichtig sind sämtliche Gegenparteien, also sowohl Finanzielle als auch Nichtfinanzielle Gegenparteien sowie Zentrale Gegenparteien (Art. 96 Abs. 1 VE-FinfraG). Die Erleichterungen für kleine Gegenparteien, die die Schwellenwerte nach Art. 92 VE-FinfraG nicht überschreiten, gelten für die Transparenzpflichten nicht; ebensowenig die Ausnahmen für multilaterale Entwicklungsbanken, öffentlich-rechtliche Einrichtungen und Sozialversicherungseinrichtungen und Ausgleichskassen (Art. 87 Abs. 4 VE-FinfraG). Von der Meldepflicht ausgenommen sind somit einzig die Schweizerische Nationalbank (SNB), die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) sowie der Bund, die Kantone und Gemeinden (Art. 88 Abs. 1 VE-FinfraG). Die Ausnahme für Zentralbanken bzw. die BIZ, die so auch in Art. 1(4) (a) und (b) EMIR vorgesehen ist, lässt sich damit begründen, dass ein öffentliches Interesse besteht, die Vertraulichkeit von geldpolitischen Derivategeschäften zu wahren.¹⁵⁸

Zur Meldung sind grundsätzlich beide Parteien eines Derivategeschäfts verpflichtet, wobei eine Partei für die andere Partei melden oder die Meldung an einen Dritten delegieren kann (Art. 96 Abs. 1, 3 VE-FinfraG). Der Vorentwurf folgt damit dem EU-Recht (vgl. Art. 1 Abs. 3–5 DelVO 648/2012), während nach US-Recht grundsätzlich nur eine Gegenpartei meldepflichtig ist.¹⁵⁹ Dass das US-Modell vorzugswürdig ist, zeigt sich daran, dass nach EMIR eine einzelne Transaktion bis zu sechs Einzelmeldungen auslösen kann.¹⁶⁰ Wird das Geschäft anschliessend über eine zentrale Gegenpartei abgewickelt, so ist diese Abwicklung als Modifikation eines bestehenden Kontakts zu melden (Art. 2 Abs. 1 DelVO 648/2012).

5.4 Inhalt und Modalitäten der Meldung

a. Inhalt der Meldung

Der Vorentwurf regelt den Inhalt der Meldung in Art. 97 Abs. 2; zu melden sind demnach Name und Sitz der Gegenparteien sowie die wesentlichen wirtschaftlichen Eigenschaften des Geschäfts (Art, Fälligkeit, Nominalwert, Preis, Abwicklungsdatum, Währung). Der Bundesrat kann die Meldung weiterer Angaben vorsehen (Art. 97

Abs. 3 VE-FinfraG). In der Realität wird diese relativ zurückhaltende Umschreibung der Meldepflicht toter Buchstabe bleiben, weil Schweizer Gegenparteien faktisch gezwungen sein werden, ihre Transparenzpflichten durch Meldung an ein ausländisches Transaktionsregister zu erfüllen. Deshalb wird sich auch der Umfang der zu meldenden Sachverhalte nach ausländischem Recht bestimmen, was der Vorentwurf in Art. 97 Abs. 4 auch anerkennt und sanktioniert.

Das ausländische Recht umschreibt die Meldepflichten in teilweise sehr weitgehender Weise. Gemäss der Delegierten Verordnung 148/2013, die die Detailregelungen der Meldepflichten nach Art. 9 EMIR trifft, müssen bei Abschluss des Geschäfts sowohl Informationen zu den Gegenparteien wie zum Geschäft selber geliefert werden. Für die Angaben zu den Gegenparteien listet der Anhang zur DelVO 648/2012 nicht weniger als 26 Meldefelder auf. Für die transaktionsspezifischen Berichte sind sogar 59 Meldefelder vorgesehen. Zu melden sind neben Namen, Sitz und Identifikationsnummern der Gegenparteien auch Informationen zum Vertrag sowie zahlreiche Einzelheiten über Risikominderungsmaßnahmen, die Bewertung sowie die Abwicklung. Zu melden sind ferner Sicherheiten sowie Netting-Vereinbarungen, da nur mit dieser Information die Gegenparteierrisiken berechnet werden können (Art. 3 DelVO 148/2013). Ähnlich weit gehen die Berichtspflichten nach dem Dodd-Frank-Act, der allein für die Beschreibung der Hauptelemente eines Derivategeschäfts (*«primary economic terms»*) 45 Datenfelder vorsieht.¹⁶¹

b. Meldefrequenz

Die Meldung ist zeitnah zu erstatten. Nach dem Vorentwurf hat die Meldung innerhalb eines Arbeitstages nach Abschluss, Änderung oder Beendigung des Geschäfts zu erfolgen (Art. 97 Abs. 1 VE-FinfraG). Das entspricht der Regelung in Art. 9 Abs. 1 EMIR. Demgegenüber sieht die US-Derivateregulierung wesentlich kürzere Meldefristen vor, nämlich 30 Minuten für Derivate, die über eine zentrale Gegenpartei abgerechnet werden¹⁶²; für bilateral abgewickelte Derivate beträgt die Meldefrist zwischen einer und vier Stunden. Nach Ablauf einer Übergangsfrist werden diese Meldefristen auf 15 Minuten bzw. 1 bis 2 Stunden halbiert.¹⁶³

c. Meldungsformat

Das Meldungsformat wird gemäss Art. 97 Abs. 3 VE-FinfraG durch den Bundesrat festgelegt. Faktisch werden mangels einer schweizerischen Infrastruktur auch hier die Vorgaben des ausländischen Rechts massgebend sein, weil die Erfüllung der Offenlegungspflich-

¹⁵⁸ Die SNB hat bis 1999 und erneut seit 2011 Devisenswaps für geldpolitische Zwecke eingesetzt. Vgl. SNB, «Fragen und Antworten zu den Devisenswaps», <http://www.snb.ch/de/ifor/public/qas/id/qas_swaps#t7> (zuletzt besucht 31.3.2014).

¹⁵⁹ Vgl. zu einer Übersicht über die US-Regeln ISDA, Dodd Frank Act – Swap Transaction Reporting Party Requirements (16.12.2013), abrufbar unter <<http://www2.isda.org/identifiers-and-otc-taxonomies/>> (zuletzt besucht 10.4.2014).

¹⁶⁰ Vgl. ESMA, «Questions and Answers, Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)», (11 February 2014 – ESMA/164), S. 74 f.

¹⁶¹ Vgl. Anhang 1 zu 17 CFR 45 (Swap Data Recordkeeping and Reporting Requirements).

¹⁶² Vgl. 17 CFR 45.3(b)(1)(i).

¹⁶³ Vgl. 17 CFR 45.3(b)(1)(i).

ten durch Meldung an ein ausländisches Transaktionsregister sonst unmöglich ist.

5.5 Zugang zu den Daten

Eine schwierige und bislang nicht befriedigend gelöste Frage ist, welche Behörden zu welchem Zweck Zugang zu welchen Daten erhalten sollen. Die Schwierigkeiten rühren daher, dass der Zweck der Transparenzpflichten denkbar weit gefasst ist – neben der Überwachung von Systemrisiken und der mikro- und makroprudentiellen Aufsicht sollen dazu nach den Vorstellungen der internationalen Standardsetzer auch die Überwachung von Märkten und Marktteilnehmern zum Zwecke der Missbrauchsbekämpfung zählen.¹⁶⁴ Dementsprechend gross ist damit auch der Kreis der Behörden, die Zugriff auf die Daten erhalten sollen.¹⁶⁵ Die meisten Behörden wollen dabei Zugang zu Einzeltransaktionsdaten, und zwar unter Einschluss der Namen der Gegenparteien; aggregierte bzw. anonymisierte Daten werden nur ausnahmsweise als ausreichend erachtet.¹⁶⁶

Der Vorentwurf definiert die Voraussetzungen für den Zugang zu den Transaktionsdaten zwar einigermaßen restriktiv (vgl. Art. 69 [Schweizerische Behörden]; Art. 70 VE-FinfraG [ausländische Behörden]). Diese Regelung wird jedoch ohne Bedeutung bleiben, solange es kein schweizerisches Transaktionsregister gibt, denn ein schweizerisches Gesetz kann nur den Zugang von (schweizerischen und ausländischen) Behörden zu einem schweizerischen Transaktionsregister regeln. Der Zugang von (schweizerischen und ausländischen) Behörden zu ausländischen Transaktionsregistern richtet sich demgegenüber nach ausländischem Recht.

EMIR sieht die Möglichkeit zwar vor, Drittstaatenbehörden Zugang zu den europäischen Transaktionsregistern zu gewähren (Art. 81(3)(f) und (i) EMIR), allerdings nur, wenn mit diesen Staaten ein internationales Abkommen (Art. 75 EMIR) oder eine Kooperationsvereinbarung (Art. 76 EMIR) geschlossen wurde. Verfügt der Drittstaat selber auch über ein Transaktionsregister, so ist der Zugang durch ein internationales Abkommen zu regeln (Art. 75(2) EMIR). Verfügt der Drittstaat selber über kein Transaktionsregister, so kann sich dieser Staat an ESMA wenden, um eine Kooperationsvereinbarung über den Datenzugang abzuschliessen (Art. 76 EMIR).

5.6 Bewertung der Transparenzpflichten

Der Vorentwurf sieht im Anschluss an die internationalen Standards und die EU-Regelung weitgehende Offenlegungspflichten für Derivategeschäfte vor. Inhaltlich gehen die Offenlegungspflichten weit über alles hinaus, was Finanzmarktteilnehmern bisher an Transparenzpflichten auferlegt worden ist. Es geht hier nicht um eine irgendwie verbesserte Derivatestatistik; Ziel ist vielmehr, in nahezu Echtzeit ein hochauflösendes Bild der Vorgänge auf den globalen Derivatemärkten zu erhalten. Die Fragmentierung der Infrastruktur und ihrer Regulierung wird eine sinnvolle Nutzung dieser Daten wesentlich erschweren oder verunmöglichen. Vernünftige Auswertungen werden nur möglich sein, wenn die gemeldeten Daten bereinigt und aggregiert werden, was wiederum eine weitgehende Standardisierung der Meldungen voraussetzt.

Der Verwendungszweck der durch die Transaktionsregister gesammelten Daten ist dabei denkbar offen; sie sollen im Rahmen eines stabilitätspolitischen Mandats ebenso genutzt werden können wie für die mikro- und makroprudentielle Aufsicht oder die Überwachung von Märkten und Marktteilnehmern zum Zwecke der Missbrauchsbekämpfung. Dementsprechend breit ist der Kreis der Behörden, die nach den Vorstellungen der internationalen Standardsetzer auf diese Daten zugreifen können sollen. Vor allem die stabilitätspolitische Begründung ist dabei nicht wirklich überzeugend; weder die Granularität noch die Meldefrequenzen lassen sich damit rechtfertigen. Die mit stabilitätspolitischen Aufgaben befassten Behörden können sich im Übrigen bereits heute ein umfassendes Bild der Vorgänge an den Derivatemärkten machen, indem sie direkt auch die Daten bei den grossen Derivatehändlern zugreifen, die im Zentrum der globalen Derivatemärkte stehen. Dementsprechend ist der Nutzen einer derart weitgehenden Transparenz nicht nachgewiesen.¹⁶⁷

Sollte der Bedarf für eine umfassende, globale Transparenz der Derivatemärkte wirklich ausgewiesen sein, so hätte dafür sinnvollerweise eine globale Infrastruktur geschaffen werden müssen, und zwar richtigerweise auf der Grundlage eines multilateralen Staatsvertrags. Mit dem internationalen Register für Sicherungsrechte an hochwertigen Investitionsgütern, das durch das Kapstadt-Übereinkommen geschaffen wurde, hätte es dafür ein taugliches Vorbild gegeben.¹⁶⁸ Im Rahmen eines Staats-

¹⁶⁴ CPSS/IOSCO, Authorities' access to trade repository data (August 2013), S. 7 ff.

¹⁶⁵ Vgl. dazu CPSS/IOSCO, Authorities' access to trade repository data (FN 164), S. 7 ff., S. 33 ff. (Tabelle mit detaillierter Auflistung des vorgesehenen Datenzugangs).

¹⁶⁶ CPSS/IOSCO, Authorities' access to trade repository data (FN 164), S. 33 ff.

¹⁶⁷ Die Makroökonomische Auswirkungsstudie der BIZ äussert sich zum Nutzen der Transparenzvorschriften wie folgt: «*Opacity of market gives rise to negative externalities. Existing OTC derivatives market opacity may, in some cases, have created incentives to execute too many transactions. It may also have increased the risk of market illiquidity when counterparty risk uncertainty became more acute. In the past this made it difficult to efficiently resolve defaulting derivatives dealers in the event of failure.*» Vgl. MAGD, Macroeconomic assessment (FN 97), S. 17 f.

¹⁶⁸ Convention on International Interests in Mobile Equipment (Cape Town, 2001). Text abrufbar unter <<http://www.unidroit.org/en/in>>

vertrags hätten auch die Fragen des Datenzugangs aufgearbeitet und verbindlich beantwortet werden können, die heute immer noch einer Lösung harren.

Solange die Fragen im Zusammenhang mit der Nutzung der Daten nicht geklärt sind, sollte die Schweiz entweder davon absehen, die Offenlegungspflichten für OTC-Derivategeschäfte durchzusetzen oder für Datenlieferungen von Schweizer Gegenparteien ein Transaktionsregister in der Schweiz schaffen. Zwar ist es wenig sinnvoll, wenn jeder Staat ein eigenes Register schafft, doch ist dieses Vorgehen zurzeit die einzige Möglichkeit, um die Kontrolle über Lieferung, Bearbeitung und Verwendung dieser Daten zu behalten.

6. Eigenkapitalanforderungen

Bereits die Pittsburgh-Erklärung sah schärfere Kapitalanforderungen vor, wenn eine Abwicklung über eine zentrale Gegenpartei nicht möglich ist. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht hat deshalb im Rahmen der Überarbeitung der Basler Eigenkapitalvereinbarung auch verschiedene Massnahmen zur besseren Unterlegung von Derivategeschäften vereinbart. Diese Massnahmen sind ein wichtiger Teil der im Dezember 2010 veröffentlichten überarbeiteten Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel III).¹⁶⁹ Die Schweiz hat sie durch Anpassung der Eigenmittelverordnung (ERV) sowie des Rundschreibens 2008/19 (Kreditrisiken Banken) bereits per 1. Januar 2013 (ERV) bzw. 1. Januar 2014 (RS 2008/19) umgesetzt.

Nach den neuen Regeln müssen Banken zur Unterlegung von Gegenparteirisiken aus bilateralen Derivategeschäften deutlich mehr Eigenkapital vorhalten.¹⁷⁰ Insbesondere wurden die aufsichtsrechtlichen Vorgaben für die Schätzung des erwarteten Verlusts (*exposure at default*, EAD) deutlich verschärft.¹⁷¹ Zusätzlich wird eine neue *Eigenkapitalkomponente zur Abdeckung von Marktrisiken* eingeführt, die sog. *credit valuation adjustment* (CVA). Damit wird der Tatsache Rechnung getragen, dass ein Grossteil der Verluste, die Banken während der Finanzkrise aus Derivategeschäften zu tragen hatten, nicht aus dem Ausfall (default) der Gegenpartei erwachsen, sondern (bloss) aus Verschlechterungen ihrer Bonität.¹⁷² Die CVA-Eigenmittelanforderung wird

ungefähr der bisherigen Eigenkapitalkomponente zur Abdeckung von Ausfallrisiken entsprechen, sodass sich die Eigenkapitalanforderungen für Gegenparteirisiken gegenüber Basel II ungefähr verdoppeln werden.¹⁷³ Die CVA-Eigenmittelanforderung gilt nicht für Derivategeschäfte, die über eine zentrale Gegenpartei abgewickelt werden¹⁷⁴; damit werden starke Anreize für die Verlagerung der Abwicklung von Derivategeschäften auf zentrale Gegenparteien gesetzt.

Angesichts der stark gestiegenen Bedeutung von zentralen Gegenparteien hat der Basler Ausschuss auch für die Risiken neue Vorgaben erlassen, die Banken im Verhältnis zu zentralen Gegenparteien eingehen, insbesondere aus Ersteinschusszahlungen sowie Beiträgen an den Ausfallfonds (vorne S. 173). Nach Basel II mussten diese Risiken nicht durch Eigenkapital unterlegt werden.¹⁷⁵ Neu müssen sie mit einem Risikogewicht von 2 % berücksichtigt werden, sofern die zentrale Gegenpartei den CPSS/IOSCO-Grundsätzen für Finanzmarktinfrastrukturen genügt.¹⁷⁶ Ist dies nicht der Fall, so kommt ein prohibitiv hohes Risikogewicht von 1'250 % zum Zug, wobei die Eigenkapitalkomponente durch das Volumen der Handelsforderungen der Bank begrenzt wird.¹⁷⁷

IV. Ergebnisse und Schluss

Derivate waren nicht nur nicht Ursache der Finanzkrise, nach allem ist auch zweifelhaft, ob sie wirklich wesentlich zu ihrer Verschärfung beigetragen haben. Dennoch gibt es eine ganze Reihe von guten Gründen für eine stärkere Regulierung der Derivatemärkte: Sie gehören zu den grössten und wichtigsten Teilmärkten der internationalen Finanzmärkte, sind vollständig globalisiert und weisen eine starke Marktkonzentration auf. Auch die Risikoeigenschaften von Derivaten sprechen dafür, dass man sehr genau versteht, was auf den entsprechenden Märkten passiert. Das gilt auch dann, wenn die offizielle Rechtfertigung der Derivateregulierung, die durch die G20 in Gang gesetzt wurde, nicht ganz zum Nennwert zu nehmen sondern eher ein Anwendungsfall der alten Regulatorienweisheit ist, dass man nie eine Krise ungenutzt lassen sollte (*«never let a serious crisis go to waste»*).¹⁷⁸

struments/security-interests/cape-town-convention> (zuletzt besucht 31.3.2014). Für das internationale Register, das unter dem Kapstadt-Übereinkommen geschaffen wurde, vgl. <<https://www.internationalregistry.aero/ir-web/>> (zuletzt besucht 31.3.2014).

¹⁶⁹ Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems (Basle, December 2010, rev. June 2011).

¹⁷⁰ STEFAN INGVES, Regulatory reforms for OTC derivatives: past, present and future, in: Banque de France, OTC Derivatives: New Rules, New Actors, New Risks, Banque de France Financial Stability Review, April 2013 (zit. *BdF-FSR 2013*), S. 22.

¹⁷¹ INGVES, *BdF-FSR 2013* (FN 170), S. 22 f.

¹⁷² INGVES, *BdF-FSR 2013* (FN 170), S. 23.

¹⁷³ INGVES, *BdF-FSR 2013* (FN 170), S. 23.

¹⁷⁴ FINMA, RS-08/19 Rz. 393.

¹⁷⁵ INGVES, *BdF-FSR 2013* (FN 170), S. 23; vgl. auch Erläuterungsbericht Änderung Eigenmittelverordnung (ERV) und Ausführungsbestimmungen (24. Oktober 2011), S. 49.

¹⁷⁶ BSBS, Capital requirements for bank exposures to central counterparties (Basle, July 2012).

¹⁷⁷ FINMA, RS 08/13 Rz. 408.48; vgl. dazu auch INGVES, *BdF-FSR 2013* (FN 170), S. 24.

¹⁷⁸ Das Zitat wird Rahm Emanuel zugeschrieben, dem ersten Stabschef von Präsident Obama. Vgl. Wall Street Journal, «In Crisis, Opportunity for Obama» (21. Nov. 2008).

Die Art und Weise, wie die Reform der Derivatemärkte durch die G20 angeschoben und durch die internationalen Standardsetzer vorangetrieben wurde, ist allerdings problematisch. Das fängt bereits mit der Initialzündung durch die Staats- und Regierungschefs der G20 an, die – soweit ersichtlich – ohne vertiefte Ursachenforschung ein umfassendes Regulierungsprogramm verkündeten – ganz wie Moses, der mit den zehn Geboten vom Berg Sinai heruntersteigt. Auch die internationalen Standardsetzer haben nicht kritisch nach Regelungsbedarf und Regelungsoptionen gefragt, sondern zur Begründung ihrer Arbeit allzu oft die Pittsburgh-Erklärung zitiert, als wäre sie die Heilige Schrift. Der Zweck der Derivateregulierung bleibt dabei diffus: Zwar steht die Stärkung der Finanzstabilität im Vordergrund, vor allem die Transparenzpflichten sind aber mindestens so sehr durch die Absicht getrieben, Märkte und Marktteilnehmer wirksamer zu überwachen und Missbräuche effektiver erkennen zu können. Unklare und multiple Ziele aber verringern die Treffergenauigkeit einer Regulierung und erhöhen deren Kosten.

Ob und in welchem Umfang die Reform tatsächlich zu einer Stärkung der globalen Finanzstabilität bzw. zu transparenteren und effizienteren Märkten führt, ist heute ungewiss. Zentrales und bisher ungelöstes Problem der Derivateregulierung sind dabei die Konflikte und Überlappungen im internationalen Verhältnis. Zwar steht ausser Frage, dass die Abwicklung von Derivategeschäften über zentrale Gegenparteien massgeblich zur einer Stärkung der Finanzstabilität beitragen kann. Die Fragmentierung der Märkte und der Infrastrukturen, die sich heute abzeichnet, könnte allerdings dazu führen, dass sich die Gewinne für die Finanzstabilität nicht nur nicht realisieren lassen, sondern dass der Nutzen der Reform gesamthaft in Frage gestellt ist. Dasselbe gilt für die Infrastruktur zur Umsetzung der Transparenzpflichten, wo die Proliferation von Transaktionsregistern und ungelöste Fragen des Datenzugangs zu grössten Schwierigkeiten bei der Bearbeitung und Nutzung des Datenmeers führen werden.

Dass die internationalen Regelsetzungsgremien trotz klaren politischen Vorgaben der G20 bisher nicht in der Lage waren, die kollisionsrechtliche Problematik zu lösen, hat auch mit der Methode zu tun, die diese Gremien bisher anwenden. Seit jeher arbeiten die Standardsetzungsgremien mit *soft law*-Instrumenten, die auf eine rein materielle Harmonisierung ausgerichtet sind. Die Harmonisierung erfolgt dabei teilweise auf der Ebene von *high level*-Grundsätzen und Richtlinien, geht teilweise aber auch sehr ins Detail. Obwohl rechtlich unverbindlich, besteht faktisch ein erheblicher Konformitätsdruck, weil Staaten, die von internationalen Standards abweichen wollen, sich im Rahmen von *peer reviews* oder formellen Konformitätsüberprüfungen für Abweichungen selbst in Detailfragen rechtfertigen müssen. Schliesslich sind die Prozesse zur Ausarbeitung der Harmonisierungsinstrumente intransparent. Eine stärkere Formalisierung dieser Arbeiten wäre wünschenswert.

Für die Schweiz ergeben sich aus der Derivateregulierung verschiedene Fragen von grundsätzlicher Bedeutung. Die wichtigste ist, ob überhaupt Spielraum bei der Übernahme bzw. Umsetzung der internationalen Vorgaben besteht. Dieser Spielraum ist vermutlich extrem gering. Einerseits hätte der Verzicht auf eine EMIR-kompatible Regulierung verschiedene Nachteile zur Folge, insbesondere für Konzerne mit Sitz in der Schweiz, die nicht in den Genuss der Ausnahmen für gruppeninterne Geschäfte kommen würden (dazu vorne S. 169), aber auch für Schweizer Infrastrukturanbieter. Andererseits sind Reputationsrisiken für die Schweiz nicht auszuschliessen, wenn sie als einziger Finanzplatz von internationaler Bedeutung abseits stehen würde. Ob diese Nachteile so gewichtig sind, dass sie die ungeprüfte Übernahme einer wenig überzeugenden Regulierung zu rechtfertigen vermögen, ist eine politische Frage.

Der Bundesrat hat sich aus Gründen, die nicht ganz nachvollziehbar sind, bereits sehr früh auf eine vollständige Umsetzung der Pittsburgh-Erklärung festgelegt. Ob dieser Festlegung eine vertiefte Analyse vorausging, ist nicht bekannt. In jedem Fall sollte bei Initiativen der internationalen Standardsetzer in Zukunft möglichst früh eine gründliche Analyse von Kosten, Nutzen, Chancen und Risiken erfolgen. Angesichts der Dynamik der internationalen Regulierungsmaschinerie muss die Schweiz ausserdem darauf achten, so früh und so effektiv als möglich in den entsprechenden Arbeitsgruppen vertreten zu sein. Die Effektivität korreliert dabei direkt mit den quantitativen und vor allem qualitativen Ressourcen, die die Schweiz für die internationalen Arbeiten zur Verfügung stellt. Schliesslich sollte sich die Schweiz in den Standardsetzer-Gremien, in denen sie vertreten ist, auch für einen transparenteren und rationaleren Rechtssetzungsprozess einsetzen.

Nicht zuletzt zeigt die Derivateregulierung auch deutlich, dass Finanzmarktinfrastruktureinrichtungen von strategischer Bedeutung sind. Die EU hat das sehr genau begriffen und hat daher in ihrer Regulierung nicht nur sichergestellt, dass EU-Behörden die Kontrolle über zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister behalten, sondern verlangt grundsätzlich auch, dass EU-Gegenparteien Einrichtungen mit Sitz in der Union benutzen. Einrichtungen mit Sitz ausserhalb der Union können zur Abwicklung von Derivategeschäften bzw. zur Entgegennahme von Meldungen nur genutzt werden, wenn sie anerkannt wurden, was nur möglich ist, wenn die entsprechenden Rahmenbedingungen bis in die Einzelheiten hinein mit EU-Recht übereinstimmen. In der Schweiz scheint dieses Verständnis für die strategische Bedeutung von Finanzmarktinfrastruktureinrichtungen noch nicht überall vorhanden zu sein.