VII. Zentrale Gegenparteien (CCPs)

Zentrale Gegenparteien (Central Clearing Parties, CCPs) übernehmen das Gegenparteirisiko zwischen den Parteien einer Transaktion und wickeln das Clearing sowie die Abwicklung (Settlement) von Geschäften mit Devisen, Wertpapieren, Optionen und – am wichtigsten – Derivaten ab. Fällt ein Teilnehmer aus, übernimmt die CCP dessen Verpflichtungen. Die CCP bündelt die Risikopositionen gegenüber allen Clearing-Mitgliedern in ihrer Bilanz.

Besteht das Risiko, dass CCPs ausfallen könnten?

Euroclear ist ein internationaler Zentralverwahrer (International Central Securities Depository, ICSD), der unter anderem dazu konzipiert wurde, Sicherheiten von Kunden an CCPs weiterzuleiten. Im Jahr 2020 veröffentlichte Euroclear einen Artikel zur Frage möglicher Ausfälle von CCPs [24]. Darin finden sich bemerkenswerte Aussagen von Diskussionsteilnehmern der „Collateral Conference“ von Euroclear:

Regulierungsbehörden weltweit haben mehr Kapital, mehr Sicherheiten und ein stärkeres Clearing gefordert. Und weitgehend haben sie nun, was sie wollten. ...

Doch trotz der enormen Anstrengungen der Marktteilnehmer bleiben zwei wesentliche Sorgen bestehen. Erstens sind die Finanzregulierungen verschiedener Rechtsordnungen nicht vollständig aufeinander abgestimmt. Zweitens haben sich die Risiken im Finanzsystem bei den zentralen Gegenparteien (CCPs) konzentriert.

Diese beiden Aspekte spielen eine zentrale Rolle bei den aktuellen regulatorischen Bestrebungen, weltweit Sanierungs- und Abwicklungsregime für CCPs zu entwickeln.

Das Vorhaben der EU, ein Sanierungs- und Abwicklungsregime für CCPs zu schaffen, ... hat zudem zu Spannungen zwischen den Clearingstellen selbst und ihren Mitgliedern – Clearingbanken sowie Vermögensverwaltern – geführt.

Es stellt sich die Frage, wer im Falle eines Zusammenbruchs dieser kritischen Marktinfrastrukturen welche Kosten tragen soll. ...

Für die EU-Institutionen steht jedoch fest: Sollte eine CCP ausfallen, darf der Steuerzahler nicht zur Kasse gebeten werden. Der letzte Absatz ist ein Vorwand, der sicherstellen soll, dass im Falle einer „Abwicklung“ (Resolution) die besicherten Gläubiger sofort Zugriff auf die zugrunde liegenden Vermögenswerte erhalten; das ist der Plan – eine Verstaatlichung darf keinesfalls zugelassen werden.

Der Bericht fährt fort:

Ganz gleich, wie der endgültige Text [der Verordnung] im Einzelnen austariert ist, ändert dies nichts an der Tatsache, dass sich Risiken nun in hohem Maße innerhalb dieser Institute konzentrieren. Einer der Diskussionsteilnehmer von Euroclear wies darauf hin, dass es Widerstand gegen den stetig voranschreitenden Trend zum zentralen Clearing gibt, da es sich hierbei um eine Funktion des Risikomanagements handelt – und Funktionen können gelegentlich versagen.

Dass zentrale Gegenparteien (CCPs) in der Vergangenheit nicht ausgefallen sind, bedeutet keineswegs, dass es in Zukunft nicht zu einer Krise bei einer CCP kommen könnte. Die Diskussionsteilnehmer äußerten die Sorge, dass angesichts der geringen Kapitalbasis, über die CCPs derzeit verfügen, eine Sanierung oder Abwicklung einer in Schieflage geratenen CCP dazu führen könnte, dass die direkten Clearing-Mitglieder einspringen müssen – was für die betroffenen Unternehmen mit einer Reihe schwieriger Maßnahmen verbunden wäre. ...

Eine der zentralen Anforderungen des Entwurfs besteht darin, dass CCPs eine Szenarioplanung durchführen müssen. Ein Ausfall einer CCP würde wahrscheinlich durch den gleichzeitigen Zahlungsausfall zweier bedeutender Mitglieder ausgelöst werden. „Wenn eine große CCP aufgrund des Ausfalls ihrer Mitglieder in Schwierigkeiten gerät, dann haben wir es mit einer Bankenkrise zu tun“, sagt Benoît Gourisse, Senior Director für europäische Grundsatzfragen (European Public Policy) bei der ISDA.

Im Jahr 2022 veröffentlichten der Financial Stability Board (FSB) und das Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) bei der BIZ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) den Bericht „Central Counterparty Financial Resources for Recovery and Resolution“ [25], der unter anderem folgende Aussagen enthält:

Im November 2020 erklärten die Vorsitzenden des FSB, des Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI), der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) sowie der FSB Resolution Steering Group (ReSG) öffentlich ihre Absicht, bei der weiteren Untersuchung der finanziellen Ressourcen von CCPs im Kontext von Sanierung und Abwicklung zusammenzuarbeiten. Eine solche Arbeit würde die Notwendigkeit einer internationalen Grundsatzregelung – und deren entsprechende Ausarbeitung – zur Verwendung, Zusammensetzung und Höhe finanzieller Mittel im Rahmen von Sanierungs- und Abwicklungsverfahren prüfen. Ziel ist es, die Widerstandsfähigkeit und Abwicklungsfähigkeit von zentralen Gegenparteien (CCPs) sowohl in Szenarien mit Ausfällen von Teilnehmern als auch in Szenarien mit Verlusten, die nicht auf Ausfälle zurückzuführen sind, weiter zu stärken.

Unter der Überschrift „Systemweite Effekte, Ansteckungseffekte und Vernetzung“ heißt es in demselben Bericht:

Da die Szenarien jeweils spezifisch auf die einzelne zentrale Gegenpartei (CCP) zugeschnitten waren, lassen sich die Ergebnisse nicht aggregieren, um die Gesamtverluste auf Ebene des Finanzsystems für ein bestimmtes Szenario zu simulieren. Daher wurden systemweite Auswirkungen nicht berücksichtigt. Die Analyse ließ die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen – die zu einem gleichzeitigen Ausfall von vier Clearingmitgliedern bei jeder der sieben CCPs führen könnten – sowie die Wahrscheinlichkeit solcher Umstände oder die potenziellen Auswirkungen eines Ausfalls derselben Clearingmitglieder bei mehreren CCPs außer Acht. Ebenso wenig versuchte die Analyse, Effekte zweiter oder höherer Ordnung zu modellieren, die aus den Szenarien hervorgehen und zu einer breiteren Marktanspannung führen könnten – etwa durch potenzielle Erhöhungen der Margin-Anforderungen, Liquiditätsdruck oder..... seitliche Knappheit. Schließlich ging die Analyse davon aus, dass alle Teilnehmer, die nicht in Verzug geraten sind, weiterhin ihren Verpflichtungen nachkommen.

Damit hat diese vom „Financial Stability Board“ der BIZ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) vorgelegte Analyse die Frage, was genau in einer globalen Finanzkrise geschieht, völlig ausgeklammert!

Die Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) betreibt zwei zentrale Gegenparteien (CCPs), die in den USA beide als „systemrelevante Finanzmarktinfrastrukturen“ (Systemically Important Financial Market Utilities – SIFMUs) eingestuft wurden.

Die folgenden Auszüge stammen aus einem von der DTCC veröffentlichten Artikel [26]:

Da drei der Clearing-Tochtergesellschaften der DTCC als „systemrelevante Finanzmarktinfrastrukturen“ (SIFMUs) eingestuft wurden, erklärte Pozmanter [Leiter der Abteilung Clearing Agency Services and Global Operations bei der DTCC], dass es in diesem Jahr erhebliche Anstrengungen und Diskussionen gegeben habe, um die Sanierungs- und Abwicklungspläne der Clearing- und Verwahrstellen zu aktualisieren. ... Er befragte den Diskussionsteilnehmer Stephen Pecchia, Managing Director der Abteilung „Recovery and Resolution“ (Sanierung und Abwicklung) bei der DTCC, zu den aktualisierten Abwicklungsregeln sowie zu einigen Änderungen an den Regeln für die Verlustverteilung bei den Clearingstellen.

„Die Standards für ‚Covered Clearing Agencies‘ (regulierte Clearingstellen) schreiben Pläne für eine geordnete Sanierung und Abwicklung vor“, so Pecchia. „Unser Ziel wäre es, die ausgefallene Einheit abzuwickeln und gleichzeitig unsere Dienstleistungen auf einen Dritten zu übertragen – sei es eine innerhalb des DTCC-Konzerns neu geschaffene Einheit oder ein externer Erwerber. Im Grunde findet eine Übertragung von Dienstleistungen statt: Vermögenswerte werden übertragen, und es werden Dienstleistungsvereinbarungen sowohl zwischen den ausgefallenen Clearingstellen als auch zwischen der DTCC-Holdinggesellschaft und der neuen Einheit geschlossen.“ ...

„Hoffentlich müssen wir das niemals tun, aber wir müssen darauf vorbereitet sein“, sagte er. „Wie viele von Ihnen wissen: Der Auslöser für ein solches Szenario könnte etwas sein, das wir so in der Vergangenheit noch nicht erlebt haben – doch der eigentliche Wert liegt in der Planung selbst.“ Es wird also ein bisher nicht dagewesenes Ereignis eintreten, das die Notwendigkeit zur Gründung einer neuen zentralen Gegenpartei (Central Counterparty, CCP) auslösen wird – und man bereitet sich bereits darauf vor.

Die DTCC hat ein Video mit dem Titel „Perspectives on CCP Risk Management“ [27] veröffentlicht, in dem Murray Pozmanter Folgendes ausführt:

„Wir sind der Ansicht, dass die Kapitalausstattung einer zentralen Gegenpartei (CCP) ein wesentlicher Bestandteil ihrer allgemeinen Widerstandsfähigkeit ist. CCPs müssen über eine ausreichende Kapitalbasis verfügen, um Verluste abzufangen – sei es durch den Ausfall eines Teilnehmers oder durch andere Schadensereignisse, die nicht auf einen Teilnehmerausfall zurückzuführen sind. Vor diesem Hintergrund haben wir einen umfassenden Kapitalrahmen implementiert, um Risiken effektiv zu messen und zu begrenzen sowie die Widerstandsfähigkeit der DTCC und ihrer Tochtergesellschaften zu stärken.“

Wie steht es nun um die Kapitalausstattung der DTCC?

Hier ein Auszug aus dem konsolidierten Jahresabschluss der DTCC mit Stand März 2023 [28]:

Die Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) ist die Muttergesellschaft verschiedener operativer Tochtergesellschaften, darunter The Depository Trust Company (DTC), National Securities Clearing Corporation (NSCC), Fixed Income Clearing Corporation (FICC), DTCC ITP LLC (ITP), DTCC Deriv/SERV LLC (Deriv/SERV), DTCC Solutions LLC (Solutions (US)), DTCC Solutions (UK) Limited

(Solutions (UK)) sowie Business Entity Data, B.V. (BED) – zusammenfassend als „das Unternehmen“ oder „die Unternehmen“ bezeichnet.

Dies umfasst die gesamte DTCC auf konsolidierter Basis – also das gesamte Gebilde.

Zum 31. März 2023 belief sich das konsolidierte Eigenkapital auf etwas mehr als 3,5 Milliarden US-Dollar.

Man mache sich klar: Dies ist das gesamte Kapital, das als Basis für den zentralen Wertpapierverwahrer (Central Securities Depository, CSD) sowie die zentralen Gegenparteien (CCPs) für den gesamten US-Wertpapiermarkt und den Derivatekomplex dient.

Stellen Sie dies nun der oben zitierten Aussage gegenüber:

„Wir sind der Ansicht, dass die Kapitalausstattung einer zentralen Gegenpartei (CCP) ein wesentlicher Bestandteil ihrer allgemeinen Widerstandsfähigkeit ist.“ Zentrale Gegenparteien (CCPs) müssen über eine ausreichende Kapitalausstattung verfügen, um Verluste sowohl aus dem Ausfall eines Mitglieds als auch aus anderen Schadensereignissen (bei denen kein Mitglied ausfällt) auffangen zu können.

Dies ist eine der vielen offensichtlichen Täuschungen – unangenehme und unbequeme Wahrheiten, die man daher nur allzu gerne ignoriert. Erinnern wir uns an die folgenden Auszüge aus dem Austausch zwischen der „Legal Certainty Group“ und den Anwälten der Federal Reserve:

Frage (EU): Ist der Anleger gegen die Insolvenz eines Intermediärs geschützt – und wenn ja, wie?

Antwort (NY Fed): ... Ein Anleger ist gegenüber einem Wertpapierintermediär stets einem Risiko ausgesetzt, falls dieser nicht selbst über ausreichende Bestände an einem Finanzwert verfügt, um sämtliche Ansprüche auf diesen Finanzwert zu decken, die er selbst geschaffen hat ...

Verfügt ein besicherter Gläubiger über die „Kontrolle“ (control) im Hinblick auf den Finanzwert, so hat er Vorrang vor den Inhabern von Ansprüchen ...

Handelt es sich bei dem Wertpapierintermediär um eine Clearingstelle (Clearing Corporation), so haben die Ansprüche ihrer Gläubiger Vorrang vor den Ansprüchen der Inhaber von Wertpapieransprüchen.

Da haben wir es also. Im Falle eines Zusammenbruchs der Clearing-Tochtergesellschaften der DTCC sind es die besicherten Gläubiger, die sich die Vermögenswerte der Anspruchsinhaber aneignen werden. Genau darauf läuft es hinaus. Das Ganze ist so konzipiert, dass es plötzlich und in gewaltigem Ausmaß geschieht.

Weitere relevante Aussagen finden sich in dem Artikel „DTCC Details Risk Management Approach“ [29]: VII. Central Clea...

Ein Großteil der jüngsten Debatte dreht sich darum, ob zentrale Gegenparteien (CCPs) einen größeren Teil ihres eigenen Kapitals in die Verlustverteilungsstruktur („Loss Allocation Waterfall“) einbringen sollten. Dies soll sicherstellen, dass ihr Risikomanagement umsichtig ist und sie selbst ein finanzielles Eigeninteresse am Erfolg haben – also „Skin in the Game“ zeigen.

Man könnte argumentieren, dass bei börsennotierten CCPs die Interessen der Eigentümer und Aktionäre – die zugleich Nutzer der Dienste sind – möglicherweise nicht deckungsgleich sind.

„Wir hielten es für sehr wichtig darauf hinzuweisen, dass dieses Argument auf die CCPs der DTCC nicht zutrifft, da unser Kapital im Grunde von unseren Nutzern stammt“, so Pozmanter. „Wir glauben nicht, dass es unsere Interessen – die bereits mit denen unserer Eigentümer und Nutzer im Einklang stehen – besser ausrichten würde, wenn wir einen übermäßig großen Teil dieses Kapitals im Rahmen unserer Verlustverteilungsstruktur aufs Spiel setzen würden. Wir sehen darin eher eine potenzielle Quelle für Instabilität in einem angespannten Markt.“

Er fügte hinzu: „Wir befürworten zwar, einen Teil unseres Kapitals in die Verlustverteilungsstruktur einzubeziehen, halten aber eine sehr transparente Methodik sowie einen festen Prozentsatz unseres Betriebskapitals in dieser Struktur für den angemesseneren Ansatz.“ . . .

Was Abwicklungsverfahren betrifft, so lehnt die DTCC eine Vorabfinanzierung der Verlustverteilungsstruktur für den Fall eines Ausfalls ab; sie unterstützt jedoch die Vorabfinanzierung des Betriebskapitals, das für den Aufbau einer neuen CCP im Falle eines Ausfalls erforderlich wäre.

„Im Rahmen unserer Sanierungs- und Abwicklungsplanung möchten wir sicherstellen, dass das Betriebskapital für den Aufbau einer neuen CCP bereits vorfinanziert ist – für den Fall, dass eine unserer bestehenden CCPs abgewickelt werden muss“, erklärte Pozmanter. „Wir halten es durchaus für sinnvoll, das Betriebskapital für den Start einer neuen CCP vorab bereitzustellen.“

Da haben wir es also. Die CCPs sind so konzipiert, dass sie scheitern können. Sie sind bewusst unterkapitalisiert. Der Aufbau einer neuen CCP ist bereits geplant und vorfinanziert. Dieses Konstrukt stellt sicher, dass sich die besicherten Gläubiger sämtliche Sicherheiten aneignen können, über die sie die rechtlich wirksame Kontrolle erlangt haben. Die Rechtsstaatlichkeit muss sich durchsetzen! Andernfalls hätten wir Chaos! Schließlich steht niemand über dem Gesetz!