

Union Investment Working Paper

## Perspektiven der Implikationen einer EU27-Verlagerung für das Euro Swap Clearing

## **Perspektiven der Implikationen einer EU27-Verlagerung für das Euro Swap Clearing**

### **Abstrakt**

Der außerbörsliche (OTC) Markt für Zinsderivate ist der größte Finanzderivatemarkt der Welt. Dabei stellt der Euro denominated OTC Zinsderivatemarkt derzeit den zweitgrößten Markt im Vergleich zu anderen Währungen dar, dessen Clearing derzeit mehrheitlich in London stattfindet. Eine Verlagerung des Euroclearings in die EU27 reduziert die Kosten für Asset Manager erheblich und stärkt die Stabilität des europäischen Finanzsystems.

## **Inhaltsverzeichnis**

<b>1. Stabilität des EU-Finanzmarktes sichern und Effizienzen heben .....</b>	<b>4</b>
<b>2. Annahmen bei den proklamierten Mehrkosten müssen hinterfragt werden.....</b>	<b>6</b>
<b>3. Veränderungen von Marktstruktur und Volumen gewährleisten Effizienz in EU27.....</b>	<b>7</b>
<b>4. Signifikante Kostenvorteile in der EU27 .....</b>	<b>10</b>
<b>5. Fazit .....</b>	<b>13</b>
<b>Referenzen.....</b>	<b>14</b>

## 1. Stabilität des EU-Finanzmarktes sichern und Effizienzen heben

*Die Verlagerung des Euroclearings in die EU27 ist für die Stabilität der EU Finanzmärkte unumgänglich und gefährdet nicht die Effizienz des Euroclearings.*

Der außerbörsliche Markt für Zinsderivate ist der größte Finanzderivatemarkt der Welt und verfügt über ein offenes Volumen von etwa 240 Billionen EUR<sup>1</sup>. Hier sichern sich auch Asset Manager, Versicherungen, Hedge Funds sowie kleine und mittlere Banken (sogenannte „Buy-Side“) über Zinsswaps<sup>2</sup> gegen Zinsrisiken ab. Solche Zinsswaps sind zum Großteil über zentrale Clearinghäuser („CCPs“)<sup>3</sup> abzuwickeln; daher ist das Clearing von Euro-denominierten Swaps („Euroclearing“) essentiell für die Buy-Side und ein integraler Bestandteil der Wirtschaft in der EU. Das Clearing sowie das Risikomanagement für Euro-denominierte Zinsswaps findet derzeit in erster Linie in London statt: Rund 82% aller über CCPs abgewickelte Zinsswaps und sogar 96% der Euro-denominierten über CCPs abgewickelte Zinsswaps werden beim London Clearing House (LCH) in London verrechnet.<sup>4</sup>

Im Fall einer Verlagerung des Euroclearings in die EU27 würde stattdessen an Infrastruktur angeknüpft, die in einigen EU27-Staaten bereits besteht. So sind etwa bei Eurex Clearing bereits heute vollumfänglich die rechtlichen und technischen Voraussetzungen für das Clearing von Zinsswaps gegeben und alle relevanten Marktteilnehmer angebunden.

---

<sup>1</sup> BIS, Semiannual OTC Derivatives statistics, Dezember 2016, Anpassung der Kennzahl der Bank of International Settlement (<http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>) von ~350 Billionen EUR durch Abzug doppelt gezählter Interdealer Volumen (entnommen von Clarus FT, <https://www.clarusft.com/moving-euro-clearing-out-of-the-uk-the-77bn-problem/>); Wechselkurs vom 30.12.2016: 1,0541 USD/EUR (Deutsche Bundesbank)

<sup>2</sup> Zinsderivat, bei dem Vertragspartner vereinbaren, zu bestimmten zukünftigen Zeitpunkten Zinszahlungen auf festgelegte Nennbeträge auszutauschen. Die Zinszahlungen werden meist so festgesetzt, dass eine Partei einen bei Vertragsabschluss fixierten Festzinssatz zahlt, die andere Partei hingegen einen variablen Zinssatz.

<sup>3</sup> CCPs (Central Counterparties) agieren als neutrale zentrale Gegenparteien bei Finanztransaktionen. Sie werden zum Käufer für den Verkaufenden und zum Verkäufer für den Kaufenden eines Kontraktes. Damit reduzieren CCPs das Kreditrisiko im Handel, da sie die Erfüllung eines Kontraktes auch bei einem Ausfall eines Kontraktpartners garantieren.

<sup>4</sup> Juni 2017, Clarus FT, <https://www.clarusft.com/moving-euro-clearing-out-of-the-uk-the-77bn-problem/>

Portfolioanalysen zeigen, dass durch Margin<sup>5</sup>-Effizienzen positive Effekte in Form von Einsparungen bei Initial Margin<sup>6</sup> sowie deren Finanzierung erzielt werden können. Dies geschieht mittels produktübergreifendem Margining<sup>6</sup> von Euro-denominierten börslich und außerbörslich gehandelten Derivaten<sup>7</sup> in einem EU27 CCP sowie einem effizienten Sicherheiten-Management. Potenzielle marginale, temporäre Mehrkosten für eine breitere Geld-Brief-Spanne („Bid-Offer Spread“)<sup>8</sup> sollten für Asset Manager durch die beschriebenen Margin- und Sicherheiten-Effizienzen überkompensiert werden und dadurch zu deutlichen Einsparungen führen.

---

<sup>5</sup> Margin ist die von einem Clearing-Mitglied zu hinterlegende Sicherheit (in Form von Cash, Fonds oder Wertpapieren) für die Kontrakterfüllung und basiert auf den Risikopositionen in dessen Portfolio. Sie dient damit zur Deckung des Risikos des Clearinghauses und schnellstmöglicher Verrechnung aller offener Positionen eines Clearing-Mitglieds. Margining beschreibt dabei den Prozess des Messens, Kalkulierens und Verwaltens hinterlegter Sicherheiten.

<sup>6</sup> Die auch als Einschuss bezeichnete Initial Margin stellt die Sicherheitenmarge dar, die ausgehend vom aktuellen Marktwert eines Portfolios zur Abdeckung möglicher zusätzlich anfallender Glattstellungskosten bei einem Clearinghaus hinterlegt wird.

<sup>7</sup> Börslich gehandelte Derivate werden als „exchange traded derivatives“ („ETD“) und außerbörslich gehandelte Derivate als „over-the-counter“ („OTC“) bezeichnet.

<sup>8</sup> Differenz zwischen Kauf- und Verkaufsangebot, die auch als ein verbreitetes Maß zur Bewertung der Geld- und Kapitalmarkteffizienz dient.

## 2. Annahmen zu proklamierten Mehrkosten müssen hinterfragt werden

*Zugrundeliegende Annahmen zu proklamierten Mehrkosten müssen berichtigt werden*

In der aktuellen Debatte um eine Verlagerung des Euroclearings ist von hohen Zusatzkosten für Marktteilnehmer die Rede. Diese sollen zwischen 30 und 77 Milliarden USD an zusätzlicher Initial Margin liegen, was einer Erhöhung von 40 bis 100% entspräche<sup>9</sup>, oder mehr als 100 Milliarden USD höhere Handelskosten über einen Zeitraum von 5 Jahren betragen.<sup>10</sup> Die zugrundeliegenden Annahmen für diese Zahlen sind laut EU-Kommission allerdings „sehr zweifelhaft“ und bilden „unrealistische Hypothesen und Szenarien“ ab. Kostenkalkulationen der EU-Kommission gehen von lediglich 6 bis 10 Milliarden EUR an zusätzlicher Initial Margin aus. Zudem verweist die EU Kommission darauf, dass Initial Margin nicht als Kosten für Marktteilnehmer zählen, sondern vielmehr als Sicherheit – sogenanntes Collateral – hinterlegt wird. Kosten entstehen lediglich durch die Finanzierung der Initial Margin: Ausgehend von rund 6 bis 10 Milliarden EUR zusätzlicher Initial Margin würden sich bei 50 Basispunkten reale Finanzierungskosten in Höhe von 34 bis 50 Millionen EUR für die gesamte Industrie ergeben.<sup>11</sup> Selbst bei den Zahlen der EU-Kommission muss jedoch darauf hingewiesen werden, dass sie – wie die anderen oben genannten Kalkulationen auch – von einem EU28-Referenzrahmen ausgehen und die neue Marktstruktur nach einem Brexit wie auch das Potential von Netting-Effizienzen, wenn OTC und ETD-Positionen in einem EU27 CCP abgewickelt würden, nicht berücksichtigen. In einem neuen Marktgleichgewicht, das sich dann in einer Zusammenfassung von unterschiedlichen Finanzprodukten in einer Währung anstatt in einem Finanzprodukt über unterschiedliche Währungen hinweg gestaltet, sollten mindestens die heutigen Netting-Effekte erzielt werden und somit keine Mehrkosten entstehen.

---

<sup>9</sup> Gemessen an der Basis von 83 Mrd. USD Initial Margin von Mitte 2016

<sup>10</sup> Zahlen von Clarus FT, Moving Euro Clearing out of the UK: the \$77bn problem? <https://www.clarusft.com/moving-euro-clearing-out-of-the-uk-the-77bn-problem>; Zahlen von LSE, Bloomberg “LSE Raises Estimate for Loss of London Clearing to \$100 Billion” <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-05-22/lse-raises-estimate-for-loss-of-london-clearing-to-100-billion>; Zahlen von AFME/ BCG/ Clifford Chance, Bridging to Brexit: Insights from European SMEs, Corporates and Investors, S.8, <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme-bcg-cc-bridging-to-brexit-2017.pdf>

<sup>11</sup> EU Kommission, [Impact Assessment](#) zum EMIR Review Proposal vom 13. Juni 2017, Seite 63f.

### 3. Veränderungen von Marktstruktur und Volumen gewährleistete Effizienz in EU27

Veränderte Marktstruktur und steigendes Volumen in der EU27 gewährleisten effiziente Portfolios

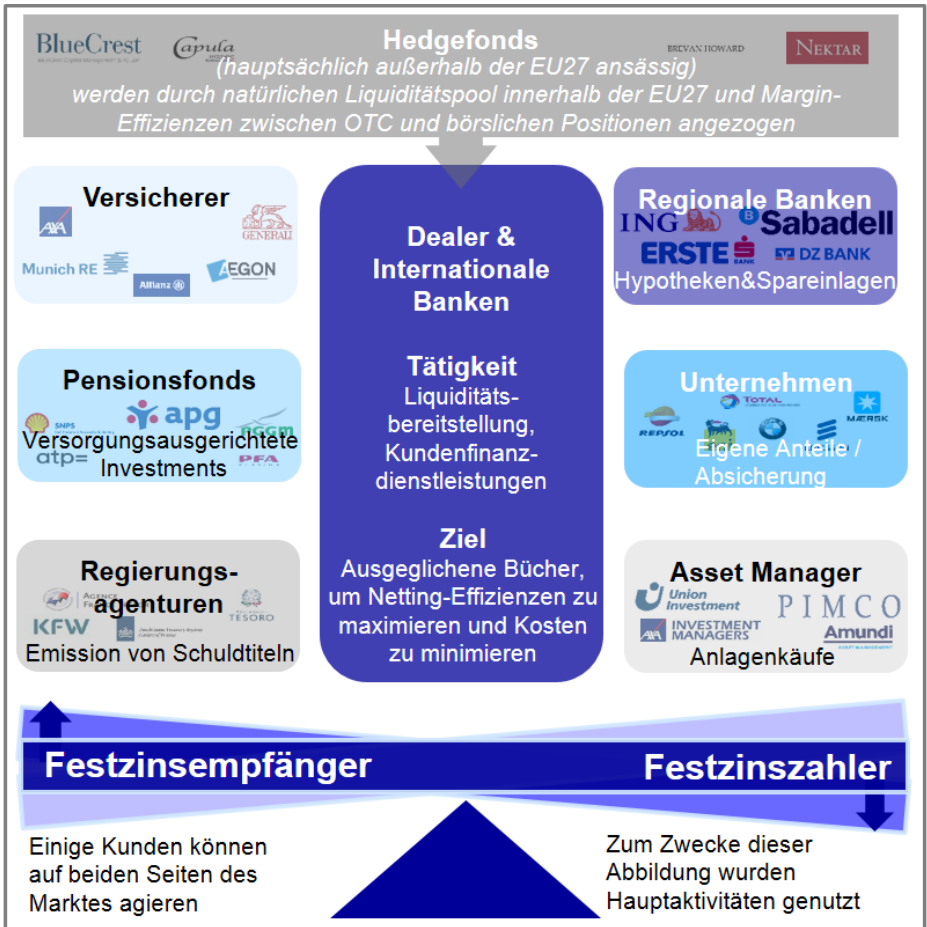


Abbildung 1: EU27 Ökosystem für OTC Derivate

Quelle: Eurex Clearing AG

Das Derivate-Ökosystem der EU27 bietet nicht nur eine ausreichende Größe, sondern vor allem die erforderliche Ausgeglichenheit von Festinszahlern (Regionale Banken, Unternehmen und Asset Manager) und Festzinsempfängern (Versicherer, Pensionsfonds, öffentliche Stellen), um effiziente, ausgeglichene Portfolios aus Sicht der großen global operierenden Dealer zu führen.

Dabei stellt der Euro-denominierte OTC-Zinsderivatemarkt derzeit den zweitgrößten Markt im Vergleich zu anderen Währungen dar und beläuft sich auf etwa 30% des gesamten OTC Zinsderivatemarktes.<sup>12</sup> Davon wird ein signifikanter Teil heute noch nicht über CCPs abgewickelt und birgt ein enormes Wachstumspotential.<sup>13</sup> Das Volumen der EU27-Marktteilnehmer wird mittelfristig aus folgenden Gründen zunehmen:

- Eine Vielzahl von Unternehmen in der EU27 muss heute ihr Geschäft noch nicht über einen CCP abwickeln, da die Clearingpflicht für Kategorie-3-Kunden erst ab Juni 2019 greift<sup>14</sup> und es für bestimmte Marktteilnehmer noch temporäre Ausnahmen von der Clearingpflicht gibt. Unter Kategorie 3 bzw. die Ausnahmen fallen viele Asset Manager und Versicherungen bzw. Pensionskassen, die große direktionale Swaps-Portfolien verwalten.
- Aufgrund des Niedrigzinsumfeldes hat sich die Aktivität von Marktteilnehmern in Euro-denominierten Swaps reduziert, da es für viele Marktteilnehmer nicht notwendig war, sich gegen fallende Zinsen abzusichern. Geht man von einem normalisierten Zinsumfeld für den Euro aus, sollte sich die Aktivität in Euro-Swaps insbesondere von Marktteilnehmern in der EU27 deutlich erhöhen.
- Die überwiegende Mehrzahl der global operierenden Dealer, die als Handelspartner von Kunden in der EU27 agieren, sitzen heute außerhalb der EU27. Im Falle der Einführung einer Clearingpflicht in der EU27 müssten sie jedoch innerhalb der EU27 abwickeln, wenn sie ihren EU27 Kunden weiterhin Dienstleistungen anbieten möchten. Diese Grundaktivität und

---

<sup>12</sup> Beruhend auf OTC IRD global notional amounts outstanding nach Währungen, BIS, Semi-annual OTC Derivatives statistics, Dezember 2016

<sup>13</sup> Ende 2009 wurden etwa 36% der gesamten OTC Zinsderivate zentral abgewickelt, Ende 2015 schon etwa 60% (EU Kommission, Impact Assessment zum EMIR Review Proposal vom 13. Juni 2017, Annex 2, S. 78).

<sup>14</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2017/751: „Durch die delegierten Verordnungen der Kommission (EU) 2015/2205 (2), (EU) 2016/592 (3) und (EU) 2016/1178 (4) werden vier Kategorien von Gegenparteien für die Zwecke der Festsetzung der Zeitpunkte des Wirksamwerdens ihrer jeweiligen Clearingpflichten festgelegt. Die Gegenparteien werden entsprechend ihrer rechtlichen und operativen Kapazität und ihrer Handelstätigkeit in Bezug auf OTC-Derivate in Kategorien eingeordnet. Um eine fristgerechte und geordnete Umsetzung der Clearingpflicht sicherzustellen, wurden für die verschiedenen Kategorien von Gegenparteien gestaffelte Einführungsfristen festgelegt.“



Liquidität sollte dazu führen, dass auch Endkunden mit Sitz außerhalb der EU27 (z.B. Hedge Funds) ihr Geschäft in einen EU27 CCP verlagern, da die Liquidität hier am höchsten sein dürfte und gerade Hedge Funds von Netting-Effizienzen über ETD und OTC hinweg am stärksten profitieren. Perspektivisch sollten sich dann auch Inter-Dealer Hedging-Geschäfte in die EU27 verlagern, um Euro denominierte Portfolien möglichst effizient zu verwalten.



die Abwicklung von Euro-denominierten ETD und OTC Transaktionen auf einer Plattform, z.B. das OTC Euro-denominierte Swaps-Buch mit Euro-denominierten ETD oder auch Repo Transaktionen. Für einen Asset Manager sollten sich daher aus einer Verlagerung des Euroclearings nicht wie behauptet negative Effekte, sondern vielmehr positive Effekte einstellen.

Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass sich die Finanzierungskosten beim Clearing über einen CCP in der EU27 mit Banklizenz und einem breiten Sicherheiten-Spektrum reduzieren. Derzeit werden fast alle Zinsswaps von Asset Managern über LCH in London abgewickelt und müssen mit Cash bzw. Staatsanleihen besichert werden. Dadurch müssen Asset Manager entsprechend Bestände an Cash vorhalten bzw. können Staatsanleihen nicht für andere Zwecke wie zum Beispiel Wertpapierleihe nutzen. Durch einen geringeren Investitionsgrad bzw. die entgangenen Einnahmen aus der Wertpapierleihe reduziert sich die Rendite des Asset Managers.

Das breitere Spektrum an erlaubten Sicherheiten wird ergänzt durch die Möglichkeit, Wertpapiere aus anderen Finanztransaktionen erneut zu nutzen („Sicherheiten Re-Use“). Ein EU27 CCP wie die Eurex Clearing, welche das Clearing unterschiedlicher Assetklassen wie Derivate und Wertpapierfinanzierungstransaktionen anbietet, schafft die Grundlage für diese Effizienzen.

Insgesamt ist der **Kostenvorteil durch das Sicherheiten-Spektrum mit mindestens 10-20 Basispunkte** zu bewerten. Für den Fall, dass beispielsweise bei der Eurex Clearing Wertpapiere, bei der LCH jedoch lediglich Cash aufgrund der verfügbaren Sicherheiten genutzt werden können, erhöhen sich die Opportunitätskosten für das Clearing bei LCH auf ein Vielfaches.

- **Clearing Broker-Gebühren** sind zu einem signifikanten Teil durch die von der Verschuldungsrate („Leverage Ratio“) induzierten Kapitalkosten getrieben. Innovative Clearing-Modelle können diese Kapitalkosten, und

damit die Clearing Broker-Gebühren, sehr deutlich um bis zu 30% reduzieren. Solche Modelle werden bereits heute beispielsweise von der Eurex Clearing in der EU27 angeboten.

- Der **Bid-Offer Spread** dient einem Dealer zur Deckung von Kapital- und Finanzierungskosten sowie operativen Kosten und zur Gewinnerzielung – etwa 20% des Bid-Offer Spreads decken Kapital-, Finanzierungs- und CCP-Kosten eines Dealers. Diese Kosten ergeben sich im Wesentlichen durch von der „Leverage Ratio“ induzierte Kapitalkosten. Der Bid-Offer Spread für 5 Jahres-Zinsswaps bewegt sich aktuell bei ca. 0,5 Basispunkten. Unter der Annahme, dass sich das gesamte Volumen von EU27-Kunden in einem EU27 CCP konzentriert, gehen Experten davon aus, dass es keine Anhaltspunkte dafür gibt, die mittelfristig eine nachhaltige Verbreiterung des Bid-Offer Spreads begründen. Somit sollte eine Verlagerung des Euro Swaps-Geschäftes in die EU27 keinen Einfluss auf die Handelskosten der Buy-Side haben.<sup>15</sup>
- Bei den **CCP-Gebühren** liegt beispielsweise die Eurex Clearing für Asset Manager bei den transaktionsbezogenen Gebühren im Schnitt rund 10 bis 20% unter den Gebühren der LCH. Darüber hinaus sind die Gebühren für das Management der Cash-Sicherheiten derzeit bei der LCH rund 15 Basispunkte höher als bei der Eurex Clearing.
- Insgesamt zeigen diese Ausführungen, dass eine Clearingpflicht in der EU27 zu einer Kostenreduktion für Asset Manager führen würde.

---

<sup>15</sup> Basierend auf Analysen unter Einbeziehung der aktuellen Volumen bei Eurex Clearing in Zinsswaps wäre eine Verbreiterung der Geld-Brief Spanne von etwa 0,2 Basispunkten kalkulatorisch gerechtfertigt. Initial Margin Netting Effekte in Dealer Konten liegen bei Eurex Clearing bereits heute bei bis zu 99%.

## **5. Fazit**

Die EU27 bietet die idealen Voraussetzungen für ein effizientes Euroclearing.

Eine Verlagerung des Euro-denominierten Zinsswap-Geschäftes in die EU27 würde für Asset Manager signifikante und nachhaltige Kosteneinsparungen von bis zu 30% ergeben. Diese Kosteneinsparungen sollten mögliche temporäre Mehrkosten für einen breiteren Bid-Offer Spread mehr als kompensieren.

Aus Sicht eines Asset Managers würde ein Clearing innerhalb der EU27 erhebliche Vorteile ergeben: Reduzierung der Kosten bei gleichzeitiger Stärkung der Stabilität des Europäischen Finanzsystems.

## Referenzen

*Bank for International Settlements*, Semiannual OTC Derivatives Statistics

*Boston Consulting Group/AFME Finance for Europe/Clifford Chance*, Bridging to Brexit, Insights from European SMEs, Corporates and Investors

*Clarus Financial Technology*, Moving Euro Clearing out of the UK: The \$77bn problem?

*EU-Kommission*, SWD (2017) 246 final, "IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1095/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority) and amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the procedures and authorities involved for the authorisation of CCPs and the requirements for the recognition of third-country CCPs"

## **Impressum**

Herausgeber  
Union Asset Management Holding AG  
Weißfrauenstraße 7  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 069 2567-2066 oder -2235  
E-Mail: [Public.Affairs@union-investment.de](mailto:Public.Affairs@union-investment.de)  
Internet: [www.union-investment.de](http://www.union-investment.de)

Redaktion: Abteilung Vorstandsstab (V. i. S. d. P.)  
Layout/Grafik: Union Investment Holding AG, Abbildungen 1 und 2 mit Unterstützung durch Eurex Clearing AG

## **Rechtliche Hinweise**

Die Inhalte in diesem Dokument wurden von der Union Asset Management Holding AG nach bestem Urteilsvermögen erstellt und herausgegeben. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann. Als Grundlage dienen Informationen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen sowie bezüglich der Abbildungen 1 und 2 Eurex Clearing AG, die für zuverlässig gehalten werden. Für deren Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit steht der Verfasser jedoch nicht ein.

Dieses Dokument wurde mit Sorgfalt entworfen und hergestellt, dennoch übernimmt Union Investment keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit. Es wird keinerlei Haftung für Nachteile, die direkt oder indirekt aus der Verteilung, der Verwendung oder Veränderung und Zusammenfassung dieses Dokuments oder seiner Inhalt entstehen, übernommen.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen 14. November 2017, soweit nicht anders angegeben.