

# Rules & Regulations

Der Regulierungs-Newsletter der Börsen-Zeitung

## „Extrem viel Grundlagenarbeit“

*Bei Union Investment geht die Emir-Implementierung ins vierte Jahr. Ein Werkstattbericht von Rules & Regulations.*

Man mag es kaum glauben, aber die Abwicklung eines Derivategeschäfts kann so spannend sein wie ein Fußballspiel. Zumindest wenn es die erste ist: Als Union Investment am 12. März 2014 zum ersten Mal ein außerbörslich gehandeltes (OTC) Zinsderivat zentral abwickeln ließ, schauten die Mitarbeiter stundenlang zu, wie der Deal durch alle Systeme lief. „Wir saßen alle – von Front- bis Backoffice – vor den Bildschirmen“, erzählt Marcus Gaßmann, der bei Union Investment als Senior Business Analyst die Implementierung der Derivatrichtlinie Emir betreut.

Die European Market Infrastructure Regulation, wie das Regelwerk in EU-Amtsenglisch heißt, soll den Derivatemarkt transparent und das Finanzsystem sicherer machen. Der Gigant verlangt, dass standardisierte OTC-Derivate über zentrale Gegenparteien abgewickelt und dass alle börsengehandelten und OTC-Derivate an Transaktionsregister gemeldet werden müssen. Zudem sind alle Geschäfte zu besichern. Für einen bislang intransparenten und bilateral organisierten Markt ist das eine riesige Veränderung. „Das verlangt der Finanzbranche etliches ab“, sagt Valentino Pola, Berater beim Consultinghaus Cofinpro, das etliche Emir-Projekte betreut.

Angesichts dieser Umwälzungen hatte sich das Management des Fondshauses Union Investment entschieden, früh mit der Implementierung zu beginnen. „Das Implementierungsprojekt Emir geht bei uns ins vierte Jahr“, erzählt Gaßmann. Sobald 2011 die ersten Entwürfe der regulatorischen Dokumente vorlagen, ging es los. Union Investment startete mit einer Vorstudie: Was schreibt die Regulatorik künftig vor? Wie haben wir die Regeln zu interpretieren? „Das war extrem viel Grundlagenarbeit“, sagt Gaßmann – bei der Beratungsgesellschaften wie Cofinpro, Anwaltskanzleien und Wirtschaftsprüfer geholfen haben. Der personelle Aufwand war hoch, an der Vorstudie arbeiteten 25 bis 30 Mitarbeiter des Fondshauses, später wurden es mehr. In der Spitze waren 80 Leute auf dem Projekt gebucht.

## Strenge Interpretation

In der Vorstudie hat Union nach eigenen Angaben eine sehr strenge Interpretation des Regelwerks entwickelt, die der Fondsanbieter bis heute beibehält. „Für uns trat mit der Verabschiedung durch das EU-Parlament am 16. August 2012 die bilaterale Besicherungspflicht für außerbörslich gehandelte Derivate in Kraft“, sagt Gaßmann. Andere Marktteilnehmer interpretierten das Datum auf den 1.1.2014, und es gibt auch Akteure, die sagen, es sei noch gar nicht in Kraft getreten, weil es noch keine technischen Standards gibt. „Es gibt eine gewisse Tendenz, Regulatorik so spät wie möglich anzugehen weil es auch erst spät Klarheit über die Details der Regelwerke gibt, dies führt zu hohem Termindruck in den Umsetzungsprojekten“, berichtet Berater Pola. Tatsächlich fehlen die sogenannten Regulatory Technical Standards (RTS) für Emir immer noch. Union Investment orientiert sich an den Empfehlungen des Baseler Bankenausschusses.

In Finanzkreisen ist zu hören, dass einzelne Asset Manager und Versicherer nach wie vor auf eine Besicherung ihrer Derivategeschäfte verzichten. Nicht ganz unverständlich, findet Gaßmann. Denn: „Die Investmentbanken als

Sell Side haben die Asset Manager bislang auch nicht zur Besicherung gedrängt. Der Fonds ist bei Banken als Kreditnehmereinheit aufgesetzt und das Vermögen des Fonds war als Sicherheit lange Zeit ausreichend.“ Das habe Emir geändert und viele Marktteilnehmer aufgerüttelt. „Für uns als Asset Manager war das Thema Besicherung von OTC-Derivaten immer ganz weit weg. Wir hatten keinen Aufwand mit Besicherungsprozessen, keine Liquiditätsbindung für Sicherheiten, wir mussten in den Sondervermögen keine Assets als Collateral segregieren – das war eine sehr bequeme Lösung.“

### **Asset Manager auf Neuland**

Die strenge Interpretation der Emir schuf dem ein Ende, und der Fondsanbieter musste Neuland betreten und sich mit der Besicherung von Geschäften befassen, Stichwort: Collateral Management. „Das ist ein Prozess, der zwar nicht hochkomplex ist, der aber hochautomatisiert ablaufen muss und der Erfahrung braucht. Und beides hatten wir damals nicht in dem Maße, um in der kurzen Zeit ein Collateral-Management-System und einen entsprechenden Prozess zu implementieren“, erzählt Gaßmann. Union Investment hatte bereits im Rahmen der Vorstudie entschieden, kein eigenes Collateral-Management-System aufzubauen, sondern einen Drittanbieter zu suchen.

In der ersten Projektphase gliederte der Fondsanbieter sein gesamtes Collateral Management für die bilaterale Besicherung an State Street als zentralen Collateral Manager aus. „Wir sind zum 1. Januar 2013 live gegangen und haben ab diesem Zeitpunkt unser gesamtes OTC-Derivategeschäft auf täglicher Basis besichert“, sagt Gaßmann. Zuvor waren die rechtlichen Rahmenbedingungen mit den Kontrahenten zu schaffen, Vertragsanhänge zu schließen, das Collateraluniversum zu definieren, Haircuts festzulegen und so weiter und so fort.

In einem Markt, in dem viele Teilnehmer bei der Emir-Implementierung hinterherhinken, ist das nicht immer leicht. Marktteilnehmer und Juristen berichten, etliche Akteure seien nach wie vor nicht in der Lage, alle erforderlichen Emir-Dokumente mit uns zu unterschreiben. Große Asset Manager sind in der Regel aber auf dem Laufenden. So hat die DWS im Oktober 2013 eigenen Angaben zufolge als erste deutsche Kapitalverwaltungsgesellschaft ein außerbörslich gehandeltes Derivat über LCH.Clearnet gecleart.

### **Deutsche Besonderheiten**

Angesichts der vielen Besonderheiten des deutschen Investmentrechts hat Union Investment Wert auf einem Partner gelegt, der diese Eigenheiten kennt und versteht. Denn wo sonst kennt man beispielsweise die Rechtspersönlichkeit eines Sondervermögens, das von allen äußeren Einflüssen abgekapselt werden muss? Es gibt ein Aufrechnungsverbot gegenüber anderen Sondervermögen, daher dürfen Geschäfte auf einem Fonds A nicht mit Vermögenswerten aus einem Fonds B besichert werden, auch wenn die dort gerade frei wären. Das ist vor allem für angelsächsische Clearinghäuser Neuland. Gaßmann rät: „Die gesamte Prozesskette sollte in Deutschland sitzen. Damit haben wir über alle Projektsäulen gute Erfahrungen gemacht. Denn das garantiert, dass alle Beteiligten das gleiche regulatorische Verständnis haben und nach gleichen Vorgaben arbeiten.“

Das System State Street/Union Investment habe vom ersten Tag an reibungslos funktioniert. „Wir hatten keinen Tag Ausfälle, keinen Tag an dem die Besicherung nicht funktioniert hat.“ Die Prozesse laufen seit eineinhalb Jahren geräuschlos und belasten die Portfoliomanager im Tagesgeschäft kaum. Allerdings hat das Fondshaus eine Einheit im Backoffice geschaffen. Dort bildet ein Collateral Desk die Schnittstelle zwischen dem Fondsmanagement und der State Street.

Hatte das Projektteam zunächst befürchtet, die Besicherung der Geschäfte könne das Portfoliomanagement beeinträchtigen, kann es an dieser Stelle mittlerweile Entwarnung geben. „Am Anfang haben wir uns viele Gedanken über die Liquiditätssteuerungskonzepte in den Sondervermögen gemacht“, sagt Gaßmann. „Letztlich sind die Auswirkungen auf die Sondervermögen aber sehr gering. Vor allem die auftretenden Nettingeffekte wirkend extrem entlastend.“ Das gelte besonders dann, wenn man sich auf ein überschaubares Universum von Kontrahenten beschränkt. Denn in diesem Fall werden die zu stellenden Sicherheiten mit den zu erhaltenden Sicherheiten verrechnet.

### **Marktübliche Mindesttransferbeträge**

Zudem verabredet Union Investment mit den Geschäftspartnern marktübliche Mindesttransferbeträge. Erst von diesen Schwellen an sind Sicherheiten zu stellen, und bei Union überschreiten nur rund 20 Prozent der Transaktionen diese Grenze. „Wir mussten noch an keiner Stelle unsere Portfoliozusammensetzung ändern, um die Collateralanforderungen erfüllen zu können.“ Dabei hatte das Projektteam zunächst drüber nachgedacht, Fondsprofile zu ändern, um in allen betroffenen Fonds auch Gattungen halten zu dürfen, die als Collateral verwendet werden können. „Da ist es aber beim Backup Plan geblieben, die Karte mussten wir nicht ziehen. Wir mussten auch die Liquiditätsquoten noch nicht im nennenswerten Umfang erhöhen.“ Union Investment verwertet das Collateral, das als Assets in den Sondervermögen vorhanden ist, und wo es nicht vorhanden ist, stellen die Manager Cash-Collateral.

Grundsätzlich ist das Thema Sicherheitenstellung für viele Asset Manager schwierig. Sebastian Bruchwitz, Rechtsanwalt von White & Case schildert die Probleme: „Insbesondere wenn die von den Sondervermögen zu

leistenden Margins nicht in Geld, sondern in Form von Wertpapieren geleistet werden, stellen sich noch viele Fragen. Diskutiert werden in der Branche etwa Fälle, in denen die Rückübertragung von Wertpapieren durch die Clearing-Häuser zu Anlagegrenzverletzungen führt, etwa, indem Wertpapiere zwar gleicher Art, aber nicht gleicher Güte zurückgewährt werden." Ein Beispiel dafür ist, dass eine deutsche Staatsanleihe als Sicherheit eingereicht wird, der Fondsmanager aber eine italienische Staatsanleihe zurückbekommt.

Mit der Ausgliederung ist Union Investment einen anderen Weg gegangen als viele Marktteilnehmer, die das Sicherheitenmanagement in eigener Hand behalten wollen. Experten berichten, derzeit gebe es sogar eine Tendenz, entsprechende Auslagerungen unter das eigene Dach zurückzuholen.

### **Alles aus einer Hand**

Beim Meldewesen hat sich der Fondsanbieter gegen eine Auslagerung entschieden. „Wir melden an das Transaktionsregister RegisTR. Das ist ein vollautomatisierter Prozess, mit dem wir uns im Tagesgeschäft nicht aufhalten wollen“, sagt Gaßmann. „Das haben wir erreicht, indem wir einen Meldehub gebaut haben. Da melden die Systeme ihre Transaktionen rein und die gehen dann gemäß den Spezifikationen von RegisTR verarbeitet über eine Schnittstelle direkt in das Transaktionsregister.“

Diese Schnittstelle sei allerdings keine einfache Schnittstelle, wie man sie aus anderen Reportingsystemen kennt, sagt Berater Pola. Denn: „Unter Emir hat man eine laufende Meldepflicht und kann nicht nur zu bestimmten Zeitpunkten reporten, vor allem die Lifecycle-Events der Geschäfte sind entsprechend zu beachten. Daher haben wir den Meldeprozess in den Handels- und Abwicklungsprozess voll integriert.“ Anders wäre eine Vollautomatisierung nicht möglich gewesen. Jetzt werde jedes Ereignis sofort dem Meldesystem bereitgestellt. „Die Initialmeldung wird geschickt, wenn das Geschäft das Frontoffice verlässt. Nach dem Clearing, bzw. der erfolgreichen Bestätigung spätestens aber zwei Stunden nach dem Verlassen des Front Office, geht die nächste Meldung raus, und am Abend wird eine Änderungsmeldung erstellt, die das Collateral enthält“, erläutert Pola.

Zwar kann jedes Geschäft, das zentral gecleart wird, von den Infrastrukturanbietern gemeldet werden. „Man muss sich aber gut überlegen, ob man das möchte“, rät Gaßmann. „Denn dann fragmentiert man seinen Meldebestand, weil der Rest, der bilateral gehandelt wird, von einem selbst gemeldet werden muss. Wir haben beschlossen, alles selbst zu machen.“ In der Nachbetrachtung sei das eine gute Entscheidung gewesen. „Wir haben so einen einheitlichen Prozess, der in unserer Hand liegt.“

### **Nachträgliche Clearingpflicht**

Die letzte Emir-Säule ist die Pflicht zum zentralen Clearing. Noch ist unklar, wann genau sie in Kraft tritt und wie mit zuvor eingegangenen Geschäften zu verfahren ist. Derartige Unklarheiten sind bei der Emir-Implementierung inzwischen gute Bekannte. „Es gibt Gesetze, die in Kraft treten und keiner kennt die genauen Anforderungen und weiß dementsprechend auch nicht im Detail, wie und ob er die Anforderungen erfüllt“, klagt Gaßmann. „Solange die Details nicht stehen, investiert aufgrund der Unsicherheit natürlich auch kein Marktteilnehmer in die Entwicklung von Modellen.“ Das treffe vor allem Clearinghäuser, die die höchsten Investitionskosten haben. Und wer baut schon neue Clearingstrukturen auf, wenn er nicht weiß, was genau verlangt wird? Das erklärt auch die vergleichsweise späte Zulassung der für den Markt wichtigen LCH.Clearnet, auf deren Autorisierung durch die Wertpapieraufsicht die Branche monatelang gewartet hat. Nun sind mit dem britischen Haus und der deutschen Eurex zwei wichtige Player zugelassen. „Die Frage, welche zentrale Gegenpartei ein kundengeeignetes Konten- und Abwicklungsmodell anbietet, bewegt den Markt derzeit stark“, berichtet Emir-Experte Pola.

Auch beim Frontloading – der Verpflichtung, bestimmte Geschäfte nachträglich zentral zu clearen – gibt es Verzögerungen. In der Emir selbst steht, die Frontloading-Verpflichtung beginne mit der Zulassung des ersten relevanten CCP. Davon gibt es mit Eurex und LCH.Clearnet mittlerweile zwei. „Darauf haben wir große Hoffnungen gesetzt. Wir dachten, das würde den ganzen Markt zwingen, nach klaren Regeln zu agieren“, sagt Gaßmann. Denn derzeit ist beispielsweise das Bepreisen von Geschäften schwierig, weil ein nachträgliches Clearing das Kreditrisiko senkt. Nur will das kaum einer einrechnen, schließlich ist nicht klar, wann und wie die Pflicht in Kraft tritt. In der Praxis führt das derzeit dazu, dass Termingeschäfte mit kurzen Laufzeiten eingegangen werden.

„Nach dem ESMA-Schreiben an die EU-Kommission gehen wir davon aus, dass es die Frontloading-Verpflichtung derzeit nicht gibt, zumindest befinden wir uns wieder in einer Situation regulatorischer Unsicherheit“, sagt Gaßmann. „Die ESMA scheint davon auszugehen, dass der Markt noch nicht so weit ist und man den Akteuren mit einer Verschiebung der Frontloading-Obigation bis zur Finalisierung der technischen Standards noch etwas Zeit geben möchte.“

### **Willkommener Zwang**

„Für den Markt wäre das Inkrafttreten der Frontloading-Verpflichtung aus unserer Sicht sehr wichtig gewesen“, sagt der Projektmanager. Die Pflicht schaffe eine gewisse Verbindlichkeit und einen gewissen Zwang, dass jeder Marktteilnehmer seine Prozesse ausrollt. „Wenn der Zwang nicht da ist, fehlt dem Markt der entsprechende Druck zur Finalisierung“, so Gaßmann.

Seiner Ansicht nach wäre eine kurze Frontloading-Periode riskant. „Die Modelle und die Prozesse im zentralen Clearing sind komplex und für viele Marktteilnehmer Neuland. Gecleartes Volumen muss langsam aufgebaut werden, das Volumen und die Komplexität sollten schrittweise angehoben werden.“ Deswegen habe Union Investment sich sehr früh entschieden, freiwillig zu clearen – und dabei mit einem geringen Volumen und einer geringen Komplexität anzufangen. „Wenn Sie gleich in einem Fonds mit acht verschiedenen Währungen anfangen und zwei verschiedene Instrumente clearen und cash und non-cash besichern dann haben sie die maximale Komplexität.“ Ein frühzeitiges Clearing hingegen gebe die Möglichkeit, in wenigen Fonds, mit wenigen Trades und geringer Komplexität zu starten und diese dann sukzessive zu steigern. „Wenn ich von heute auf morgen 15000 bereits gehandelte Geschäfte nachträglich clearen muss, habe ich ein Volumen- und Komplexitätsproblem. Das würde ein totales Chaos.“

Dieses Chaos hat Union Investment mit seinen ersten Gehversuchen abgewendet – und schon der erstem am 12. März war ein Erfolg. „Alle beteiligten Mitarbeiter haben das Geschäft auf seinem Weg von uns zum Clearing Broker und danach zur zentralen Gegenpartei verfolgt“, erzählt Gaßmann. Und am Abend war er gecleart.

Von Grit Becken, Frankfurt, im Juni 2014

Rules & Regulations, 30.06.2014. [www.boersen-zeitung.de/rulesandregulations.de](http://www.boersen-zeitung.de/rulesandregulations.de).

© Börsen-Zeitung, Frankfurt am Main