

Stellungnahme

zum Verordnungsvorschlag der EU-Kommission
über die Meldung und Transparenz von Wertpa-
pierfinanzierungsgeschäften (SFT-Verordnung)

Kontakt:

Dr. Diedrich Lange

Telefon: +49 30 2021-1610

Telefax: +49 30 2021-191600

E-Mail: d.lange@bvr.de

Cornelius H. Neuring

Telefon: +49 30 2021-1609

Telefax: +49 30 2021-191600

E-Mail: c.neuring@bvr.de

Berlin, 12. Mai 2014

Federführer:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken
und Raiffeisenbanken e. V.

Schellingstraße 4 | 10785 Berlin

Telefon: +49 30 2021-0

Telefax: +49 30 2021-1900

www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de

Zusammenfassung der wesentlichen Punkte:

- Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (Securities Financing Transactions - SFTs) erfüllen eine zentrale und wichtige **Funktion** auf den Finanzmärkten, die zur Sicherheit, Stabilität, Liquidität und unabhängigen Preisfindung ganz wesentlich beiträgt, und die daher nicht nur erwünscht, sondern unverzichtbar sind. Sie dienen als wichtigster Transmissionsmechanismus der **Geldpolitik der Zentralbanken**. Die Europäische Kommission stellt jedoch einseitig Risiken dar, die mit SFTs verbunden sein könnten, und blendet dabei ihre positiven Effekte aus. Bei der Regulierung von SFTs sollte darauf geachtet werden, dass die wichtige Funktion, die sie erfüllen, nicht nachteilig beeinträchtigt wird (siehe II.).
- Sowohl der **sachliche** als auch der **persönliche Anwendungsbereich** der SFT-Verordnung bedarf zur Vermeidung von Rechtsunsicherheiten und im Interesse eines **liquiden und effizienten Geldmarkts** sowie zum Erhalt der **Refinanzierungsmöglichkeiten** der Institute einer deutlichen Einschränkung (siehe III.1.).
- Maßnahmen zur Transparenz sind unverzichtbar und wünschenswert. Jedoch darf hierdurch die Funktionsfähigkeit von SFTs nicht negativ beeinträchtigt werden. Wichtig ist hierbei, dass nur die **wesentlichen, aussagekräftigen Informationen** gemeldet werden. Die Meldepflicht sollte zur Vermeidung vielfältiger Probleme **einseitig** ausgestaltet werden (siehe III.2.).
- Die **Arbeiten des FSB**, insbesondere zum Inhalt und Umfang von Meldungen, sollten berücksichtigt werden. Eine vorschnelle Einführung von ausufernden Meldepflichten sowie ein international unabgestimmter Ansatz können zu einem unerwünschten **Austrocknen bzw. Abwandern der Liquidität** führen (siehe III.2.).
- Probleme und Komplikationen, die aus den Meldepflichten unter **EMIR** offenbar geworden sind, sollten **nicht** wiederholt werden.
- Die **ESMA-Leitlinien** zur Transparenz von **Fonds** sollten angemessene Berücksichtigung erfahren (siehe IV.).
- Die Regelungen zu „**Re-Hypothecation**“ erfassen – entgegen des Titels der Verordnung – nicht nur SFTs und dürften zu rechtlichen Unsicherheiten führen (siehe V.).
- Die **Definition** von „Re-Hypothecation“ muss enger gefasst werden und sollte Sicherheiten, die im Wege der **Vollrechtsübertragung** (full title transfer) gestellt werden, ausschließen, um nicht das Geschäft mit SFTs mit wesentlichen Rechtsunsicherheiten zu belasten und dadurch deren Funktionsfähigkeit zu beeinträchtigen. Anderenfalls stünde Artikel 15 der SFT-Verordnung zudem im **direkten Widerspruch** zu Vorschriften im Zusammenhang mit EMIR (Clearingpflicht, Margining) und der Finanzsicherheitenrichtlinie (siehe V.1./2.).
- Sowohl die Bestimmungen zur „Re-Hypothecation“ also auch zu Meldepflichten können negative Auswirkungen auf das Projekt „**Target-2 Securities**“ des Eurosystems haben. Insbesondere die Funktionalität „T2S Auto-Collateralisation“ könnte unmöglich gemacht werden. Dies sollte beim persönlichen und sachlichen Anwendungsbereich berücksichtigt werden (siehe V.4.).

I. Einleitung

Die Europäische Kommission hat am 29. Januar 2014 zusammen mit einem Vorschlag über Strukturreformen im EU-Bankensektor einen Vorschlag für eine Verordnung über die Meldung und Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften (SFT-Verordnung) veröffentlicht. Der Vorschlag war ursprünglich als Teil des Vorschlags über Strukturreformen im EU-Bankensektor gedacht. Da die Regelungen jedoch nicht nur Banken betreffen, versteht sich der nun separate Vorschlag einer SFT-Verordnung als Teil einer Regulierung des so genannten Schattenbankwesens.

Die EU-Kommission verweist auf die Arbeiten des Rates für Finanzstabilität (FSB), insbesondere auf seine Empfehlungen zu Wertpapierpensions- (Repo-) und Wertpapierdarlehensgeschäften im Zusammenhang mit den Risiken des Schattenbankwesens vom 29. August 2013, die auch von der G20 unterstützt werden¹.

Die Regulierungsempfehlungen des FSB lassen sich grob in drei Gruppen unterteilen:

- Maßnahmen zur Verbesserung der Transparenz
- Regulierung der wertpapiergedeckten Finanzierung und
- Strukturelle Aspekte der wertpapiergedeckten Finanzierung

Erwägungsgrund 6 der SFT-Verordnung äußert, diesen Empfehlungen zu folgen.

II. Generelle Anmerkungen

Die Deutsche Kreditwirtschaft begrüßt das Ziel, Risiken, die im Schattenbankwesen existieren, zu minimieren bzw. zu beseitigen und einheitliche Rahmenbedingungen zwischen reguliertem EU-Bankensektor und (unreguliertem) Schattenbankwesen zu schaffen.

Nicht nachvollzogen werden kann jedoch die Behauptung der Kommission in der Begründung zur SFT-Verordnung, dass „eine verstärkte Bankenregulierung einen erheblichen Teil der Bankgeschäfte vom traditionellen Bankensystem in das Schattenbankensystem treiben“ könne und „der Legislativvorschlag für Strukturreformen durch verbindliche Transparenz- und Meldepflichten für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte flankiert werden“ müsse². Gegen diese Auffassung der Kommission sprechen schon die Feststellungen des FSB zum Schattenbankensektor.³ Danach liegt der Anteil der Vermögenswerte von Schattenbanken in Deutschland weiterhin unter 20%. Dieser Anteil unterlag in den Jahren seit 2008 nur unwesentlichen Veränderungen. Zwar liegt der Anteil der Schattenbanken für den gesamten Euroraum über 20% der gesamten Vermögenswerte, jedoch unterlag auch dieser Anteil nur ganz unwesentlichen Veränderungen. Mithin kann eine Abwanderung der Bankgeschäfte aus dem traditionellen Banksektor in den Schattenbankenbereich trotz verstärkter Bankenregulierung in der selben Zeit – jedenfalls für Europa – gerade nicht festgestellt werden.

¹ SFT-Verordnung. S. 1ff.

² SFT-Verordnung S. 2 und Erwägungsgrund 5

³ FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2013, 14. November 2013, S. 8/9 und Annex 4.

Wir machen darauf aufmerksam, dass Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos) und Wertpapierdarlehen allgemein übliche und für die Refinanzierung von Banken unverzichtbare Finanzgeschäfte sind, die seit Jahrzehnten etabliert sind und ausgeführt werden, ohne dass ein Anlass besteht, sie nunmehr als zwielichtige Handelspraktiken darzustellen. Wir möchten des Weiteren klarstellen, dass Daten über Repos und Wertpapierdarlehen existieren, seitdem es diese Geschäfte gibt, und verwehren uns gegen den Eindruck, erst die SFT-Verordnung sorge im Bereich der Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (Securities Financing Transactions - SFTs) dafür, Licht ins „Dunkel“ (also in den Schatten) zu bringen. Der Grund dafür, warum Daten über Repos und Wertpapierdarlehen bislang nicht zentral bei einer Aufsichtsbehörde gesammelt wurden, liegt beim EU-Gesetzgeber selbst. Artikel 5 (a) der (Durchführungs-) Verordnung (EG) Nr. 1287/2006⁴ nimmt Wertpapierfinanzierungsgeschäfte ausdrücklich von der Meldepflicht aus. Ein Bedürfnis nach Transparenz bestand seinerzeit für diese Art von Geschäften also offensichtlich nicht.

Auch wenn nun bestimmte Anlässe, bei denen Repos oder Wertpapierdarlehen involviert waren, zur Finanzkrise beigetragen haben mögen, sind diese Geschäfte weder originär Auslöser der Krise gewesen, noch liegen den Verträgen strukturelle Elemente zugrunde, die für den Finanzsektor per se als risikoreich einzustufen wären.

Es wäre daher wünschenswert, wenn die EU-Kommission sich auch mit den ganz wesentlichen, positiven Effekten der Wertpapierfinanzierungsgeschäfte – und insbesondere ihrer zentralen Funktion als Refinanzierungsinstrument – näher beschäftigen würde, anstatt den Schwerpunkt auf mögliche „wechselseitige Risikopositionen“, Verstärker „der Hebeleffekte“ und der „Prozyklik“ zu legen⁵ und Wertpapierfinanzierungsgeschäfte somit pauschal einem Generalverdacht zu unterwerfen. Nicht nur für international tätige Großbanken, sondern auch für kleinere und mittlere Institute bzw. die Verbände hat sich das Repo-/Wertpapierdarlehens-Geschäft zu einem wesentlichen Instrumentarium der Liquiditätssteuerung entwickelt.

Vor diesem Hintergrund wollen wir einen eher beiläufig erwähnten Satz in der Begründung zur SFT-Verordnung hervorheben: **„Sie [die Wertpapierfinanzierungsgeschäfte] erhöhen die Liquidität der Märkte, erleichtern den Marktteilnehmern die Finanzierung, unterstützen die Preisfindung bei handelbaren Vermögenswerten und ermöglichen Finanzierungsgeschäfte von Zentralbanken im Rahmen der Geldpolitik“**⁶. Das Risiko von Repos und Wertpapierdarlehen ist durch die Besicherungsmechanismen weithin kalkulierbar. Dies spiegelt sich auch in der Tatsache wider, dass besicherte Transaktionen seit der Finanzkrise 2007/2008 erheblich angestiegen sind und der europäische besicherte Geldmarkt heute etwa 8 mal so groß ist wie der unbesicherte.⁷

Wertpapierfinanzierungsgeschäfte stellen wesentliche Produkte der Finanzwirtschaft dar und erfüllen eine ganz zentrale Rolle in vielen Bereichen des Kredit- und Wertpapiergeschäfts. Sie dienen insbesondere auch als wichtigster Transmissionsmechanismus der Geldpolitik der Zentralbanken. Neue Einschränkungen der Wertpapierfinanzierungsgeschäfte

⁴ zu Richtlinie 2004/39/EG (MiFID I)

⁵ Vgl. S. 3 der Begründung und Erwägungsgrund 2

⁶ SFT-Verordnung, S. 3

⁷ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Dezember 2013, S. 64; EZB, Euro Money Market Survey 2013, S. 6/7.

können erhebliche empfindliche, nachteilige Konsequenzen für die Finanzmarktstabilität nach sich ziehen.

Im Einzelnen merken wir zu den Vorschriften der SFT-Verordnung folgendes an:

III. Spezielle Anmerkungen

1. Anwendungsbereich

Die SFT-Verordnung definiert in Artikel 3 Abs. 6 den Begriff der Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (SFTs). Entgegen der Bezeichnung der Verordnung werden jedoch in Kapitel V jedoch nicht SFTs reguliert, sondern allgemein alle Geschäfte, die im Zusammenhang mit Finanzsicherheiten stehen, was nicht nur missverständlich ist, sondern zu Unsicherheiten hinsichtlich des Anwendungsbereichs der SFT-Verordnung führt. Zudem macht Artikel 15 der SFT-Verordnung möglicherweise bestimmte Geschäfte unmöglich, die zur Durchführung bestimmter Funktionalitäten des Projekts „**Target-2 Securities**“ (T2S) des Eurosystems erforderlich sind (hierzu näher unter V.4.). Dies erscheint jedoch nicht gewollt. Wir halten daher die Überprüfung des Anwendungsbereichs für erforderlich.

Auch die vorliegende Definition der Wertpapierfinanzierungsgeschäfte in Artikel 3 Abs. 6 der SFT-Verordnung ist mit Blick auf klare, eindeutige Regelungen für eine Meldepflicht zu weit und sollte auf folgende Formen von Wertpapierfinanzierungsgeschäften beschränkt werden:

- **„echte“ Repos,**
- **Wertpapierdarlehen** sowie
- **„Margin Lending“** im Sinne des Artikel 272 Abs. 3 CRR⁸, also solche Geschäfte, bei denen Geld (cash) gegen Wertpapiere ausgetauscht wird.

Denn diese drei Geschäftsarten stellen die marktüblichen Wertpapierfinanzierungsgeschäfte dar.

Bedenklich erscheint vor allem die Tatsache, dass die dritte Alternative von Artikel 3 Abs. 6 der SFT-Verordnung als Auffangtatbestand sehr weit gefasst ist. Da auch in den Vorschriften in Kapitel II keine Einschränkung hinsichtlich des Meldegegenstandes erfolgt und auch die Meldepflichtigen bewusst weit gefasst sind, müsste folglich eine massive Anzahl alltäglicher Geschäfte in Zukunft gemeldet werden: jegliche Geschäfte, die die Wirkung eines Verkaufs mit Rückkaufverpflichtung haben, würden (tägliche?) Meldeverpflichtungen auslösen. Auch wenn Leihe- und Mietverhältnisse wohl nicht von der Definition erfasst sein dürften, ist das Ergebnis dennoch sicherlich nicht erwünscht. In Anbetracht der zu erwartenden und

⁸ Verordnung (EU) Nr. 575/2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, „Capital Requirement Regulation“ (CRR)

nicht unerheblichen Sanktionen⁹ bei Verstoß gegen die Meldepflichten erscheint eine sorgfältigere Eingrenzung und Bestimmung der zu meldenden Geschäfte angezeigt, insbesondere dort, wo kein Informationsmehrwert durch die Meldung erzeugt wird.

Auch eine Erfassung von Geschäften, die Waren zum Gegenstand haben (Commodities Lending/Borrowing), ist insbesondere im Bereich Edelmetalle (Precious Metal) ungeeignet. Dies würde beispielsweise dazu führen, dass klassische Kreditgeschäfte in der Währung „Gold“ meldepflichtig würden, obwohl sie vom Wesen her überhaupt nicht mit Wertpapierfinanzierungsgeschäften zu vergleichen sind. Die Folge wäre eine Meldepflicht für Kontokorrentdaten, was sicherlich nicht Ziel des Verordnungsvorschlags ist. Denn der Definition von SFT fehlt in der zweiten Alternative das Erfordernis, dass Geld für das Wertpapier oder die Ware ausgetauscht werden muss, was das Geschäft aber gerade zu einem **Finanzierungsgeschäft** macht.

Auch wäre zur Vermeidung von **Doppelmeldungen** sicherzustellen, dass Derivate und Kassageschäfte von der Definition nicht erfasst werden. Artikel 4 Abs. 6 Satz 2 SFT-Verordnung zielt diesbezüglich in die richtige Richtung. Eine Berücksichtigung von Meldepflichten gemäß der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG (MiFID II) sollte jedoch ebenfalls erfolgen. Des Weiteren wäre darüber nachzudenken, inwiefern durch die vorliegenden Meldepflichten noch Meldungen nach Artikel 100 CRR in Verbindung mit den technischen Durchführungsstandards erforderlich sind.

Von der Meldepflicht ausgenommen werden sollten daher insbesondere folgende gängige Dienstleistungen:

- die so genannte „**technische Wertpapierleihe**“ im globalen Wertpapierverwahrgeschäft (Custody): Hierbei stellt die Verwahrbank ihrem Kunden untertägig Wertpapiere zur Verfügung, die zur Sicherstellung der rechtzeitigen Belieferung innerhalb eines bestimmten Settlement Cycles benötigt werden, obwohl der Kunde, der die Wertpapiere hat, sie beispielsweise erst im nachfolgenden Settlement Cycle selbst liefern kann. Bei dieser Dienstleistung fehlt die Geldkomponente, für die die Finanzinstrumente bei SFTs üblicherweise zur Verfügung gestellt werden. Eine Meldepflicht für diese Dienstleistung, die lediglich die rechtzeitige Belieferung innerhalb von verschiedenen Lieferzyklen sicherstellen soll, wäre eine unverhältnismäßige Belastung.
- Klassische **Kreditgeschäfte** oder **Kontoführung**, die mit Wertpapieren oder Waren (Commodities) besichert sind. Merkmal der SFT besteht darin, dass ein Geldbetrag (cash) herausgereicht wird, um (im Gegenzug) die Übertragung oder Zurverfügungstellung eines Wertpapiers zu erreichen oder andersherum. Dieses Finanzierungsmerkmal fehlt beim klassischen Kredit bzw. Kontokorrent.
- Alle übrigen Dienstleistungen, bei denen cash nicht zum Zwecke des Erwerbs von Wertpapieren/Finanzinstrumenten übertragen wird. Reine Wertpapierübertragungen ohne cash Komponente bzw. gegengerichtete Wertpapierübertragung sind ebenfalls nicht als Wertpapierfinanzierungsgeschäft anzusehen.

⁹ Vgl. Artikel 20 der SFT-Verordnung

2. Meldung von Daten über Wertpapierfinanzierungsgeschäfte

Da Repos und Wertpapierdarlehen nicht nur unter Banken abgeschlossen werden, schlägt das FSB zur Verbesserung der Transparenz vor¹⁰, dass die Aufsichtsbehörden die Sammlung von Daten über diese Geschäfte merklich ausweiten. Erhebungen sollen auf Geschäftsebene erfolgen, und auch die Daten aus Zentralverwahrern (CSDs) und Zentralen Gegenparteien (CCPs) sollen genutzt werden¹¹.

Wir unterstützen alle Maßnahmen zur Verbesserung der Transparenz. Die Einführung einer Meldepflicht ist daher grundsätzlich ein richtiger Schritt. Allerdings muss sichergestellt werden, dass die zum Zwecke der Meldung zu erfassenden Daten **aussagekräftig** sind und in einem Umfang erhoben werden, der eine sinnvolle Auswertung erlaubt. Ausmaß und Inhalt der Anforderungen an die Meldepflicht dürfen die Funktionsfähigkeit der Wertpapierfinanzierungsgeschäfte nicht beeinträchtigen:

- **Die Meldepflicht sollte einseitig sein.** Insbesondere, wenn eine der Gegenparteien eine Bank¹² ist, kann die Meldepflicht auch allein durch die Bank erfüllt werden. Auch wenn keine der Gegenparteien eine Bank ist, kann die Meldepflicht einseitig gestaltet werden, z.B. durch Meldeverpflichtung anderer finanzieller Gegenparteien oder durch die Möglichkeit der Delegation von Meldepflichten oder durch andere Regelungen.
- **Art, Umfang und Inhalt der Meldung müssen klar definiert und zielgerichtet sein, d.h. auf die wesentlichen Informationen reduziert werden.**

a. Möglichkeit der einseitigen Meldung

Im Interesse einer erhöhten Transparenz ist es grundsätzlich sinnvoll, dass Daten zu allen Wertpapierfinanzierungsgeschäften erhoben werden. Dies erfordert aber nicht zwingend, dass stets beide Seiten selbst meldepflichtig sein müssen. Eine solche zweiseitig ausgestaltete Meldepflicht würde vor allem Industrie und Unternehmen („nichtfinanzielle Gegenparteien“) unnötig, aber erheblich belasten.

Eine solche Belastung von Industrie und Unternehmen ist nicht nur nicht erforderlich, sondern wäre unverhältnismäßig und schädlich. Es wäre nämlich zu befürchten, dass die Meldepflichten einen hohen (infrastrukturellen oder auch finanziellen) Mehraufwand bei den nichtfinanziellen Gegenparteien auslösen könnten, so dass diese aufgrund des Mehraufwandes keine Wertpapiere mehr im Wege eines Repo oder Wertpapierdarlehens zur Verfügung stellen. Dies könnte enorme nachteilige Effekte hinsichtlich der Liquidität der Märkte nach sich ziehen.

¹⁰ Empfehlung 1

¹¹ Empfehlung 2

¹² Bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne der Richtlinie 2004/39/EC (MiFID I)

Zudem dürften die Meldepflichten den sich derzeit entwickelnden Repo-Markt mit Firmenkunden („Corporates“) behindern, in dem die überschüssige Liquidität dieser Kunden genutzt werden kann.

Vor diesem Hintergrund erscheint es angezeigt, die Meldepflicht im Fall von Wertpapierfinanzierungsgeschäften einseitig auszugestalten. Dies sollte zumindest dann gelten, wenn eine Seite eine Bank bzw. qualifizierte Gegenpartei ist und die Meldung übernehmen kann.

Eine einseitige Meldepflicht könnte außerdem die Probleme verhindern helfen, die unter der Anwendung von EMIR offenbar geworden sind. Dies betrifft insbesondere die Anonymisierung von Daten, die Delegation von Meldepflichten und die fehlerhafte Spiegelung von Daten. Zusätzlich hat der bei EMIR nicht hinreichend eindeutig definierte sachliche und persönliche Anwendungsbereich (unter anderem wegen Verwendung des nicht klar definierten Begriffs „Unternehmen“, auf den in der SFT-Verordnung Bezug genommen wird) beträchtliche Unsicherheiten hervorgerufen. Denn es ist zum Teil immer noch nicht ausreichend geklärt, wer im Zweifel von der Meldepflicht betroffen ist. Mit Blick auf die SFT-Verordnung bedeutet das, dass viele derjenigen, die insbesondere im Wege der Wertpapierdarlehen Papiere zur Verfügung stellen, dadurch künftig abgeschreckt werden könnten, dies weiterhin zu tun (hierzu gehören z.B. natürliche Personen, Stiftungen und kirchliche oder karitative Einrichtungen). Auch ein solcher Umstand könnte durch eine einseitige Meldepflicht vermieden werden.

Klare Regelungen zur Koordinierung von Meldepflichten, wenn an einem Geschäft zwei Meldepflichtige (also zwei Banken) beteiligt sind, wären gleichwohl noch zu schaffen. Diese sollten entweder festlegen, welche der beiden Parteien meldet oder wie eine einheitliche Meldung abgegeben wird. Dabei sollten die Erfahrungen bei Einführung der Meldepflicht unter EMIR berücksichtigt werden.

b. Inhalt und Umfang der Meldedaten

Die Vorschläge der EU-Kommission in Kapitel II¹³ der SFT-Verordnung folgen zwar grundsätzlich den Empfehlungen des FSB. Allerdings orientiert sich der vorliegende Vorschlag an den bereits bestehenden Meldepflichten in der Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR)¹⁴.

Wie jedoch bereits ausgeführt, würde eine solche Lösung zu einer unzumutbaren Belastung der nichtfinanziellen Gegenparteien führen, Refinanzierungsmöglichkeiten erschweren und möglicherweise sogar die Finanzmarktstabilität negativ beeinträchtigen. Daher sollten folgende Punkte hinsichtlich Inhalt und Umfang der Meldung beachtet werden:

i.) Begriff des „Wertpapierfinanzierungsgeschäfts“ - SFT

Es ist allgemein bekannt, dass diverse Regelungen und Begrifflichkeiten nach EMIR insbesondere im Zusammenhang mit dem sachlichen und persönlichen Anwendungsbereich Schwierigkeiten und Unsicherheiten hervorgerufen haben und infolgedessen in den Mitgliedsstaaten von den jeweiligen Aufsichtsbehörden uneinheitlich interpretiert wurden. Diese sollten in der SFT-Verordnung nicht wiederholt werden. Insbesondere hat bei EMIR

¹³ „Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften“

¹⁴ Verordnung (EU) Nr. 648/2012

die Definition der Begriffe „Derivate“ sowie „nichtfinanzielle Gegenpartei“ incl. des Unternehmensbegriffs für enorme Verunsicherung gesorgt. Der vorliegende Verordnungsvorschlag sollte daher den gleichen Begriffen und dem Begriff „SFT“ mit besonderer Vorsicht begegnen. Wie bereits unter III.1. ausgeführt, sollte das Ziel der Meldepflicht ausschlaggebend für eine klar umgrenzte Definition des Begriffs des Wertpapierfinanzierungsgeschäfts sein.

ii.) Einzelheiten der Meldung

Nach Artikel 4 sind Einzelheiten von Wertpapierfinanzierungsgeschäften zu melden. Wie auch bei EMIR soll der genaue Inhalt der Meldungen durch technische Standards festgelegt werden. Bei EMIR sind es letztendlich 85 Meldefelder geworden. Zum Teil geht deren Inhalt über den durch die Verordnung festgelegten Umfang hinaus. Bei der SFT-Verordnung sollte die Meldepflicht daher konkreter eingegrenzt werden.

In diesem Zusammenhang verweisen wir auf die Arbeiten des FSB und die Einrichtung der **FSB technical data experts group**, die bis Ende 2014 Standards zur Erhebung und Aggregation von (aussagekräftigen, sinnvollen) Daten entwickeln soll. Ein vorschnelles Vorgehen dieser Arbeiten durch ausufernde Meldepflichten sehen wir sehr kritisch (vgl. auch III.2c. unten). Wir machen darauf aufmerksam, dass transaktionsbasierte Meldepflichten nicht sinnvoll sind, während positionsbasierte Meldepflichten bei der Gewinnung von Erkenntnissen für eine Risikoeinschätzung hilfreich sein können.

Durch die Umsetzung des aktuellen Vorschlages würden aufgrund der wenig konkreten Anforderungen große Datenmengen generiert, wobei höchst fraglich ist, welche Erkenntnisse aus den transaktionsbasierten Daten gewonnen werden können. Die tägliche Meldung an das Transaktionsregister in der hier geforderten Form – noch verdoppelt durch die beidseitige Meldepflicht – erzeugt gewaltige Datenvolumina. Zudem sind ca. 80% des Repo-/Wertpapierdarlehen-Geschäftes kurzfristiger Natur und täglich fällig.¹⁵ Wertpapierfinanzierungsgeschäfte mit kurzfristigen Laufzeiten dienen in erster Linie der Liquiditätssteuerung des jeweiligen Institutes. Dieser Aspekt wird bereits durch die Liquidity Coverage Ratio (LCR), Net Stable Funding Ratio (NSFR), Regulierungen zu Art und Umfang von Liquiditätspuffern, Mindestreservehaltungen, Liquiditätsgrundsätze, Liquiditätsablaufbilanzen, Funds Transfer Pricing regulatorisch abgedeckt.

Eine vollumfängliche, transaktionsbasierte Meldepflicht würde sich effizienzmindernd auf die gesamte kurzfristige besicherte Geldmarktfinanzierung auswirken. Um die Masse der kostenintensiven Einzeltransaktionen zu reduzieren, würden tendenziell längerfristige Finanzierungen präferiert werden, wodurch sich die kurzfristige Liquiditätsbeschaffung erheblich erschweren würde. Aus diesem Grunde sehen die Ausführungsbestimmungen zu EMIR eine Ausnahme für das Reporting von Devisentermingeschäften mit den Laufzeiten „Overnight“ und „Tomorrow-against-Next-Day“ vor. Eine solche Ausnahmeregelung erscheint auch für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte als sachdienlich.

Zudem können bei Festlegung der Anforderungen an die Meldung von Wertpapierfinanzierungsgeschäften die Vorgaben der EMIR nicht einfach übernommen werden. Vielmehr müs-

¹⁵ EZB, Euro Money Market Survey 2013.

sen die Besonderheiten der zugrunde liegenden Geschäfte, etwa bei der Abwicklung, berücksichtigt werden. Dies gilt beispielsweise für den Zeitpunkt der Meldung. Hier wären, anders als bei Derivaten, unter Umständen längere Fristen angezeigt.

Zu verweisen ist in diesem Zusammenhang auf diverse andere regulatorische Transparenzanforderungen bzw. Vorhaben, die ebenfalls berücksichtigt werden sollten. Als Beispiel sei hier die neue, zusätzliche Reportinganforderung zu belasteten Vermögenswerten (Asset Encumbrance) nach Artikel 100 CRR genannt. Zudem werden ab dem 01.01.2015 durch die Additional Liquidity Monitoring Metrics (bspw. im Teil-Abschnitt "Kurzfristige Refinanzierungsplanung") auch weitergehende Informationen zu Repogeschäften auf Gruppen- und Institutsebene abgefragt.

Bereits bestehende Strukturen wie Automatic Repo Trading Systeme (ATS), Zentralverwahrer (CSD) oder Zentrale Gegenparteien (CCP) können bei der Erhebung von Daten ebenfalls genutzt werden. Eine Beobachtung des Marktes wäre daher durch die gezielte Nutzung bereits vorhandener Quellen und auch in periodischen Abständen aufgrund aggregierter Daten möglich. Ein Mehr an Daten ist nicht gleichbedeutend mit einem besseren Verständnis über den Markt und dessen Entwicklung. Entscheidend ist die Zielgenauigkeit der abgefragten Daten. Denn wo Daten gesammelt werden, müssen diese auch ausgewertet werden. Die Auswertung der Daten muss – um eine effiziente Kontrolle zu gewährleisten und um dem erklärten Ziel gerecht zu werden – auch kurzfristig erfolgen. Dabei wird die Interpretation der Daten die weit größere Herausforderung für die Aufsicht darstellen. Nach einer grob überschlägigen Prognose ist allein für das Wertpapierdarlehen- und Repogeschäft von mehreren hunderttausend Datensätzen pro Tag auszugehen. Ein Mehrwert für den Erkenntnisgewinn allein aus der Datenmenge ist jedoch nicht ersichtlich.

Zu prüfen wäre auch, welche Geschäfte – abhängig von den Gegenparteien – gemeldet werden müssen, um das wesentliche Ziel, Verbesserung der Transparenz im Schattenbankensektor, zu erreichen, aber die „Nicht-Schattenbanken“, sowohl Banken als auch Industrie und Unternehmen aus dem Nichtfinanzsektor, nicht über Gebühr zu belasten. So fallen bei den Geschäften, die die Verbünde zur Diversifikation ihrer Liquiditätssteuerung nutzen, jährlich mehrere tausend kleinteilige Einzeltransaktionen im insgesamt niedrigen zweistelligen Milliardenbereich an. Zusätzliche administrative Aufwände würden den positiven Initiativen, die zur Verbesserung und Diversifikation von Geldmarktaktivitäten beigetragen haben, kontraproduktiv entgegenwirken. Vor dem Hintergrund, dass ca. 80% der Repogeschäfte täglich fällig sind, wäre bei der zu erwartenden Meldezahl ein Meldesystem auf aggregierter Basis angebracht.

c. Folgen einer ausufernden Meldepflicht

Seit der Einführung der Meldepflichten zu Derivaten unter EMIR ist jedenfalls heute schon zu beobachten, dass (sowohl finanzielle als auch nichtfinanzielle) Kontrahenten aus Drittstaaten zur Vermeidung der Meldepflichten ihre Geschäfte nicht mehr mit europäischen Gegenparteien abschließen und die Kontrakte in anderen Staaten zur Ausführung gelangen. Im Gegensatz zu den Meldepflichten in den USA, wo die Meldedaten anonymisiert werden (können), schrecken die Vorgaben aus EMIR Parteien aus Drittstaaten ganz offenkundig ab. Teilweise stehen die Meldepflichten aus EMIR auch im Widerspruch zu geltendem ausländischem Recht, das eine Informationsweitergabe verbietet.

Auch die Anforderungen an bestimmte Meldeinformationen, wie den „Legal Entity Identifier“ (LEI) und den „Unique Trade Identifier“ (UTI), deren Nichtbeachtung zu empfindlichen Strafen wie z.B. hohen Bußgeldern führen kann, lösen eine starke Verunsicherung aus, ob alle Meldeanforderungen erfüllt werden können oder ob rechtliche Verstöße begangen werden. Hinzu kommen weitere Daten, die von beiden Parteien gemeinsam vereinbart werden müssen, obwohl die zeitlichen Vorgaben dies oftmals nicht zulassen. Teilweise sind Gegenparteien auch unwillig, einen LEI zu beantragen. All diese Umstände machen das Geschäft letztlich unattraktiv. Daraus lässt sich folgern, dass eine solche Entwicklung auch für den Bereich der SFTs zu erwarten ist. Gerade unter dem Gesichtspunkt, dass Wertpapierfinanzierungsgeschäfte für die Banken kein ertragsgetriebenes Geschäft sind, sondern in erster Linie zur Steuerung der Liquidität eingesetzt werden, lässt befürchten, dass ein **unerwünschtes Austrocknen bzw. Abwandern der Liquidität** unvermeidbar wäre.

Letztlich wäre ein **international abgestimmter Ansatz** wünschenswert, in dem einheitliche Vorgaben zu der Art der zu meldenden Geschäfte sowie zum Inhalt der Meldung gemacht werden, um global einheitliche Rahmenbedingungen im Sinne eines Level-Playing Field zu schaffen. Ein solcher Ansatz ist in diesem Verordnungsvorschlag jedoch nicht erkennbar.

IV. Transparenz gegenüber Anlegern

Die in Artikel 13 und 14 der SFT-Verordnung vorgesehene Transparenz von Fondsmanagern (OGAW/UCITS-Fonds und AIFs) gegenüber Investoren ist eine konsequente Fortschreibung der Transparenzpflichten, die durch Artikel 4 SFT-Verordnung gegenüber einem Trade Repository eingeführt werden.

Hier besteht jedoch zusätzlich die Gefahr, dass durch die unscharfe Formulierung in Artikel 3 Abs. 6 der SFT-Verordnung Investoren verunsichert werden, da eine Vielzahl von Geschäften aufzuführen wäre, die zu typischen Techniken von Fondsmanagern gehören und durch die entsprechenden Richtlinien (Art. 51 Abs. 2 OGAW/UCITS 2009/65/EG bzw. Art. 23 (1) AIFM-D 2011/61/EU) gedeckt sind. Durch die explizite Erwähnung wird jedoch der Anschein erweckt, dass diese besonders „risikobehaftet“ seien. Dies würde – gerade im Retail-Bereich – zu einer Zurückhaltung der Investoren führen, was nicht im Interesse eines liquiden und prosperierenden Marktes sein kann. Insofern empfiehlt sich zusätzlich aus diesem Grunde, die Definition einer „SFT“ eher eng vorzunehmen.

Im Übrigen hat die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA in ihren Leitlinien zu börsengehandelten Indexfonds (Exchange-Traded Funds, ETF) und anderen OGAW-Themen (vom 17.12.2012 ESMA/2012/832DE) bereits auf Ebene der Aufsichtsbehörden und der OGAW-Verwaltungsgesellschaften das Thema Regulierung und Transparenz von Wertpapierdarlehen und Wertpapierpensionsgeschäften detailliert aufgegriffen. Einer zusätzlichen Regulierung zum Thema „Transparenz von SFT bei OGAW-Fonds“ bedarf es deshalb nicht.

So haben OGAW-Fonds bereits aus Anlegerschutzgründen bestimmte, umfangreiche Veröffentlichungs-, Transparenz- und Aufklärungspflichten in Bezug auf SFT einschließlich der Offenlegung von Kosten und Gebühren sowie von Risiken und vorgenommenen Sicherheitsabschlägen. Eine zusätzliche Berichts- und Transparenzpflicht für OGAW-Fonds an Trade

Repositories erscheint unverhältnismäßig, da die ESMA-Leitlinien (Art. 28 und 35 ESMA/2012/832) bereits einen spezielleren und für die betroffenen Produkte einheitlichen Rechtsrahmen geschaffen haben. Soweit die Notwendigkeit gesehen wird, einzelne Berichts- und Transparenzpflichten für OGAW-Fonds gesetzlich niederzulegen, um eine Kohärenz mit den beschriebenen ESMA-Leitlinien zu gewährleisten, so sollte dies jedoch in den entsprechenden Richtlinien (OGAW/UCITS bzw. AIFM-D) erfolgen.

Sollte es nach wie vor weiterhin in Erwägung gezogen werden, dass OGAWs/UCITS und AIFs zusätzliche Transparenzpflichten nach Artikel 13 und 14 erfüllen müssen, sollte ein Verweis in den Jahresberichten auf die Website des Asset Managers ausreichend sein, wo genauere Daten zu finden sind. Somit können anfallende Kosten für die Anleger möglichst gering gehalten werden.

Abschließend gilt noch anzuführen, dass die Anforderungen aus Artikel 13 und 14 der SFT-Verordnung in keinem Fall bereits nach 6 Monaten nach des Inkrafttretens der Regelung angewandt werden können. Die mit diesen Anforderungen verbundenen technischen Aufwände und Erhebung von Daten sind nicht in dieser kurzen Zeit umsetzbar. Die Umsetzungsfrist sollte aus unserer Sicht mindestens 18 Monate betragen, um den Anforderungen gerecht zu werden.

V. Transparenz von Weiterverpfändungen

Kapitel V der SFT-Verordnung betrifft nicht die Transparenz im Sinne einer Datenerhebung oder -sammlung. Kapitel V beschäftigt sich vielmehr mit der Möglichkeit, empfangene Sicherheiten weiter zu verwenden. Wie bereits in III.1. erwähnt, ist die Tatsache, dass nicht SFTs, sondern allgemein alle Geschäfte, die im Zusammenhang mit Finanzsicherheiten stehen, reguliert werden, missverständlich und wird zu rechtlichen Unsicherheiten führen.

Eine zielführende und sachgerechte Umsetzung einer diesbezüglichen Transparenz ist zudem nur gewährleistet, wenn

- Artikel 15 der SFT-Verordnung nur auf die Weiterverwendung **verpfändeter** Finanzsicherheiten im Sinne des Artikel 2 Abs. 1 (c) FCD Anwendung findet und
- Sicherheiten, die im Wege der **Vollrechtsübertragung** im Sinne des Artikel 2 Abs. 1 (b) FCD gestellt werden, nicht von Artikel 15 der SFT-Verordnung erfasst werden.

Anderenfalls würde Artikel 15 der SFT-Verordnung nicht nur im Widerspruch mit bestehenden Vorschriften in **EMIR** (Clearingpflicht, Margining) und der **Finanzsicherheitenrichtlinie**¹⁶ (FCD) stehen, sondern es bestünde die erhebliche Gefahr rechtlicher Unsicherheit bei der (Weiter-)Verwendung von Finanzsicherheiten, die für den besicherten Geldhandel fatal wäre.

Überdies ist zweifelhaft, ob Artikel 15 der SFT-Verordnung Repos und Wertpapierdarlehen überhaupt erfassen will. Sinn und Zweck der Vorschrift scheinen jedenfalls nicht auf diese Geschäfte abzielen. Mit anderen Worten: jemand, der sein Eigentum an einen anderen

¹⁶ Richtlinie 2002/47/EC

überträgt und dies durch Vertrag dokumentiert, muss nicht darüber aufgeklärt werden, dass er sein Eigentum verliert. Dieses Interesse kann nur haben, wer Eigentum hält, welches er später ohne sein weiteres Zutun verlieren kann.

1. Definition von „Re-Hypothecation“

Die schwerwiegendste Problematik ergibt sich vorliegend dadurch, dass die EU-Kommission entgegen der Behauptung, den FSB-Empfehlungen zu folgen¹⁷, **nicht** die Definitionen des FSB für zentrale Begrifflichkeiten übernimmt. Das FSB unterscheidet zunächst zwischen „Re-Use“ und „Re-Hypothecation“ von als Sicherheiten gestellten Wertpapieren. Es definiert „Re-Use“ als „any use of securities delivered in one transaction in order to collateralise another transaction“ und „Re-Hypothecation“ „more narrowly as re-use of client assets“¹⁸.

Während es also im ersten Fall nur auf die Weiterverwendung von Wertpapieren als Sicherheit überhaupt ankommt, unabhängig davon, ob die Wertpapiere dem Verwender oder seinem Kunden gehören, ist es im zweiten Fall erforderlich, dass die Wertpapiere im Moment der Weiterverwendung so genannte Client Assets¹⁹ sind.

Wertpapiere, die im Moment der Weiterverwendung dem Kunden gehören, also Client Assets sind, sind solche, die der Kunde in Form eines beschränkten dinglichen Rechts (security financial collateral arrangement) gemäß Artikel 2 Abs. 1 (c) FCD als Sicherheit zur Verfügung gestellt hat. Nach deutschem Recht geschieht dies im Wege der **Verpfändung**. Die Wertpapiere stehen also im Eigentum des Kunden und dienen dem Sicherungsnehmer für dessen Ausfall als Sicherheit, indem er sich aus der Verwertung des Wertpapiers befriedigen darf. Der Kunde als Eigentümer der Papiere kann dem Sicherungsnehmer zusätzlich das Recht einräumen, die verpfändeten Wertpapiere im eigenen Ermessen weiterzuverwenden. Erst durch diese Weiterverwendung ginge das Eigentum des Kunden an den Wertpapieren an einen Dritten über und der Kunde erhält einen schuldrechtlichen Anspruch auf Rücklieferung von Wertpapieren gleicher Art und Güte gegenüber dem Sicherungsnehmer.

Wertpapiere, die im Wege der **Vollrechtsübertragung (title transfer)** als Sicherheit gestellt werden, sind hingegen keine Kundenpapiere²⁰. Denn der Kunde überträgt sein unbelastetes und unbeschränktes Eigentum an den Wertpapieren im Moment der Sicherheitenstellung auf den Sicherungsnehmer, der als neuer Eigentümer seinerseits über die Wertpapiere frei verfügen kann. Stattdessen erhält der Kunde einen schuldrechtlichen Anspruch auf Rücklieferung von Wertpapieren gleicher Art und Güte gegenüber dem Sicherungsnehmer. Im Gegensatz zur Verpfändung ist dem Kunden also im Moment der Sicherheitenbestellung bewusst, dass er sein Eigentum an den Sicherungspapieren überträgt und hierfür den schuldrechtlichen Rücklieferungsanspruch erhält.

¹⁷ Vgl. 3.4.4. der Begründung, S.8

¹⁸ Kapitel 3.2 der FSB-Empfehlungen (S. 15)

¹⁹ Das FSB regt in Empfehlung 8 schließlich die Bildung einer Expertengruppe an, die sich mit dem Schutz von Client Assets beschäftigen soll.

²⁰ Vgl. Artikel 2 Abs. 1 (b) FCD

Empfehlung 7 des FSB bezieht sich daher nachvollziehbarerweise auch nur auf „Re-Hypothecation“, denn nur im Fall der Verpfändung²¹ ist der Sicherheitengeber den beschriebenen Risiken ausgesetzt und kann ein Interesse an der Aufklärung dieser Risiken haben.

Demgegenüber definiert Artikel 3 Abs. 7 der englischen Textfassung der SFT-Verordnung „Re-Hypothecation“ – im Deutschen jedoch missverständlich als „Weiterverpfändung“ (Abs.10 der BRats-Ds 44/14) übersetzt – nicht als Nutzung von **verpfändeten** Finanzinstrumenten²², sondern als „Nutzung von als Sicherheit erhaltenen Finanzinstrumenten durch eine Gegenpartei...“. Dies entspricht gerade nicht der FSB-Definition von „Re-Hypothecation“ – diese ist enger –, sondern der FSB-Definition von „Re-Use“. Die vom FSB in Empfehlung 7 bewusst auf den engeren Begriff vorgeschlagenen Vorschriften zu „Re-Hypothecation“ wendet die EU-Kommission nun aufgrund der zu weiten Definition auf Fälle an, die hiervon gerade nicht erfasst werden sollten.

Aber nicht nur, um einen Gleichlauf mit den Empfehlungen des FSB herzustellen, sollte die Definition in der SFT-Verordnung eingeschränkt werden. Die vorliegende Definition schließt, wie oben erwähnt, die Weiterverwendung von Sicherheiten, die im Wege der Vollrechtsübertragung (title transfer) gestellt wurden, ein. Hierdurch besteht die erhebliche Gefahr, dass Rechtsunsicherheit erzeugt wird, was zudem bei hintereinandergeschalteter Weiterverwendung eine Mehrzahl von Parteien (innerhalb der Kette) betreffen wird. Eine Unterscheidung zwischen Sicherheiten, bei denen der Sicherheitennehmer das unbelastete und unbeschränkte Eigentum erhalten hat, gegenüber solchen, die auf andere Weise erlangt wurden – und sei es auch mit dem Recht zur Weiterverwendung, ist aus folgendem Grund unbedingt erforderlich:

Das Eigentumsrecht darf nicht eingeschränkt werden, auch nicht in Bezug auf die Weiterverwendungsmöglichkeiten, das würde dem Zweck einer Vollrechtsübertragung zuwider laufen. Insbesondere basieren etablierte Besicherungsmechanismen oder Margining Techniken, wie z.B. das (tägliche) Variation Margining auf Vollrechtsübertragungen bzw. setzen diese voraus. Einschränkungen der Weiterverwendungsmöglichkeiten würden diese Margining Techniken unmöglich oder zumindest ineffektiv machen. Diese Margining Techniken betreffen nicht nur Repos und Wertpapierdarlehen, sondern auch und im Besonderen Finanztermingeschäfte einschließlich geclearter und börslich gehandelter Produkte.

Die weite Definition der EU-Kommission von „Re-Hypothecation“ ist auch angesichts ihres ebenfalls am 29. Januar 2014 veröffentlichten Memos zu SFT schwer nachvollziehbar, in dem sie auf Seite 7 die Risiken von „Re-Hypothecation“ erläutert. Danach wird durch „Re-Hypothecation“ das Eigentum an Finanzinstrumenten durch einen schuldrechtlichen Anspruch auf Rückgewähr von entsprechenden Finanzinstrumenten ersetzt. Dies ist jedoch nur bei der Verpfändung mit Aneignungsermächtigung²³ der Fall, bei der der Sicherunggeber sein Eigentum zunächst behält und erst im Moment der Weiterverwendung durch den Sicherungsnehmer verliert. Das Beispiel hierfür liefert die Kommission ebenfalls auf Seite 7²⁴.

²¹ Bzw. bei einem so genannten „security interest“

²² oder noch genauer: „Nutzung von Finanzsicherheiten in Form eines beschränkten dinglichen Rechts“

²³ Bzw. beim „right of use of a security financial collateral agreement“ gemäß FCD

²⁴ „a hedge fund posts financial instruments as collateral with its prime broker, which then uses these instruments for its own transactions.“

Zumindest bei allen in Deutschland üblichen Finanzsicherheiten tritt das beschriebene Risiko bei der Weiterverwendung der Sicherheit nicht ein: Das Eigentum wird bereits mit Sicherheitenstellung an die Gegenpartei übertragen und geht nicht erst durch Weiterverwendung verloren. Aber nicht nur die deutschen Rahmenverträge für Wertpapierdarlehen, Repos und Finanztermingeschäfte stellen für die Besicherung auf die Vollrechtsübertragung ab. Auch die weltweit üblichen Standardverträge zu Securities Lending und Repo, GMRA und GMSLA, arbeiten mit der Vollrechtsübertragung (transfer of full title). Nach Aussagen der International Capital Market Association ICMA wurden im Jahr 2013 zu 86% der von der Kreditwirtschaft geschlossenen Repogeschäfte auf Grundlage dieser Vertragsmuster abgeschlossen.²⁵ Neben diesen internationalen Vertragsmustern gibt es zudem weitere standardisierte Vertragsdokumentationen, wie etwa den deutschen Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäfte bzw. für Wertpapierdarlehen oder den Europäischen Rahmenvertrag, die gerade in der EU weit verbreitet sind.

Ein Interesse an der in Artikel 15 der SFT-Verordnung beschriebenen Aufklärung besteht somit gerade nicht bei Parteien eines Repos oder Wertpapierdarlehens, sondern bei solchen Parteien, die nicht über ihr Eigentum im Zeitpunkt der Sicherheitenstellung verfügen, sondern die „Verfügungsgewalt“ dem Sicherheitennehmer überlassen. Diese Interessenlage ist auch bereits in §§ 13 und 15 DepotG abgebildet.

Die durch ein möglicherweise wohlgemeintes, aber fehlinterpretiertes Aufklärungsbedürfnis zu weit geratene Ausdehnung der Vorgaben für „Re-Hypothecation“ dürfte daher nicht nur zu Rechtsunsicherheit, sondern auch zu einem nicht unerheblichen Wettbewerbsnachteil für europäische Finanzinstitute führen, wenn andere Staaten, einschließlich die USA, die Empfehlungen des FSB wortgetreuer oder gar nicht umsetzen.

Wir halten daher eine Klarstellung für erforderlich, dass die Definition „Re-Hypothecation“ oder „Weiterverpfändung“ in Artikel 3 Abs. 7 der SFT-Verordnung ausdrücklich **nicht** die Nutzung (oder Weiterverwendung) von Sicherheiten umfasst, die im Wege der **Vollrechtsübertragung** (title transfer) gemäß Artikel 2 Abs. 1 (b) FCD gestellt wurden, sondern nur von solchen, die in Form eines **beschränkten dinglichen Rechts** gemäß Artikel 2 Abs. 1 (c) FCD (wie z.B. im Wege der Verpfändung), gestellt werden.

2. Besonderheiten bei der Bestellung von Finanzsicherheiten

Die deutsche Fassung der SFT-Verordnung weist im Übrigen bereits bei der Übersetzung der Definition auf die Problematik hin, da marktgängige Finanzsicherheiten in Deutschland üblicherweise im Wege der Vollrechtsübertragung auf den Sicherheitennehmer übertragen werden. Im Falle der Weiterverwendung wird wiederum das Eigentum an den neuen Sicherheitennehmer übertragen. Eine „Verpfändung“, insbesondere bei Repos und Wertpapierdarlehen, ist gänzlich unüblich und die Verwendung des Begriffs „Weiterverpfändung“ daher irreführend. Auch hier liegt nahe, den Begriff „Weiterverpfändung“ nur im Zusammenhang mit der Nutzung **verpfändeter** Wertpapiere zu verwenden.

²⁵ ICMA International Capital Market Association, European Repo Market Survey, December 2013, S. 21.

Ein etwaiges Schutzbedürfnis für bestimmte Kundengruppen, wie z.B. Retail Kunden, besteht im Übrigen auch nicht, da die Sicherheitenbestellung im Wege der Vollrechtsübertragung für Retail Kunden durch den geplanten Artikel 16 Abs. 10 MiFID II untersagt sein wird:

“An investment firm shall not conclude title transfer collateral arrangements with retail clients for the purpose of securing or covering clients' present or future, actual or contingent or prospective obligations.”

Gerne erläutern wir bei Interesse die Besonderheiten der „Verpfändung mit Aneignungserklärung“, wie sie im angelsächsischen Raum bei Verträgen zwischen **Hedge Fonds** und **Prime Brokern** üblich ist und vermutlich den Hauptanwendungsfall von Artikel 15 SFT-Verordnung darstellen soll²⁶. Es ist nicht auszuschließen, dass die „Verpfändung mit Aneignungserklärung“ im Zusammenhang mit Repos und Wertpapierdarlehen betrachtet wurde, weil bestimmte **US-Repos** unter New Yorker Recht mit (hypothetischen) Pfandrechten arbeiten. Wir machen aber nochmals deutlich darauf aufmerksam, dass es sich hierbei um Rechtskonstruktionen handelt, die in Europa bei Wertpapierfinanzierungsgeschäften gänzlich unüblich sind. Soweit der gesetzgeberische Wille besteht, diese Sonderkonstruktionen von Artikel 15 SFT-Verordnung zu erfassen, kann dem ebenfalls durch Bezugnahme auf verpfändete Sicherheiten²⁷ Rechnung getragen werden.

Wesentlich ist vielmehr, dass unklar ist, was eigentlich eine „Sicherheit“ im Sinne der SFT-Verordnung ist. Eine **Definition** findet sich nicht. Auch bei den von der SFT-Verordnung in erster Linie ins Auge gefassten Repo- und Wertpapierdarlehengeschäften ist die Beantwortung dieser Frage unklar: Das im Rahmen des Repos oder Wertpapierdarlehens übertragene Wertpapier stellt rechtlich regelmäßig keine Sicherheit dar, sondern ist Gegenstand der Haupttransaktion. Wirtschaftlich betrachtet fungiert das Wertpapier gleichwohl als Sicherheit für den im Gegenzug übermittelten Geldbetrag. Zudem werden auch bei diesen Transaktionen zusätzlich Sicherheiten zur Absicherung der überschießenden Zahlungsansprüche verwendet, die sich aus der Verrechnung der gegeneinander gerichteten Verpflichtungen ergeben.

Wenn und soweit auch die nur wirtschaftlich als Sicherheiten anzusehenden Wertpapiere als Sicherheit im Sinne der SFT-Verordnung angesehen werden sollen, gilt auch hier, dass Artikel 15 SFT-Verordnung nicht auf Wertpapiere Anwendung finden darf, an denen das Eigentum an die Gegenpartei übertragen wird. Denn die hieraus resultierende Rechtsunsicherheit würde dem Zweck des Hauptvertrages (Eigentumsübertragung an dem Repopapier oder dem Darlehenspapier) entgegenstehen. Erhebliche Verunsicherung für den besicherten Geldhandel wäre die Folge.

Insofern sollte in Artikel 20 Abs. 5 SFT-Verordnung unbedingt die Klarstellung aufgenommen werden, dass ein Verstoß gegen Artikel 15 nicht die zivilrechtliche Geltung der zugrunde liegenden Verträge beeinträchtigt.

Im Übrigen steht Artikel 15 SFT-Verordnung, gerade auch wegen der fehlenden Klarstellung in Artikel 20 Abs. 5 SFT-Verordnung, im direkten Widerspruch zu der FCD: Artikel 3

²⁶ Vgl. auch das Beispiel der EU-Kommission auf S. 7 des Memos zur SFT-Verordnung vom 29.01.2014

²⁷ Bzw. Sicherheiten in Form eines beschränkten dinglichen Rechts (security financial collateral arrangement)

Abs. 1 FCD bestimmt, dass die Mitgliedstaaten die Bestellung und Wirksamkeit einer Finanzsicherheit nicht von der Erfüllung von Formerfordernissen abhängig machen dürfen. Gemäß Artikel 5 Abs. 4 FCD sollen sie des Weiteren sicherstellen, dass die Rechte des Sicherungsnehmers an der Weiterverfügung nicht eingeschränkt werden. Die EU-Kommission führt nun jedoch ohne weiteren Verweis auf die FCD solche Beschränkungen ein. Auch führt sie nicht weiter aus, wie die Clearingverpflichtungen aus EMIR und der hiernach vorgeschriebene Besicherungsmechanismus angesichts Artikel 15 SFT-Verordnung künftig erfüllt werden sollen bzw. können.

Des Weiteren vermissen wir eine Übergangsregelung bzw. eine Regelung, wie die Weiterverwendung von Sicherheiten aus bestehenden Verträgen, die vor dem Zeitpunkt des Inkrafttretens der SFT-Verordnung geschlossen wurden und die Voraussetzungen des Artikel 15 SFT-Verordnung nicht erfüllen, behandelt wird.

3. Aufsichtsrechtliche Vorschrift

Artikel 15 der SFT-Verordnung scheint als Bestandteil einer Regulierung hinsichtlich Meldung und Transparenz eine rein aufsichtsrechtliche Vorschrift zu sein. Ungewollte zivilrechtliche Auswirkungen sollten jedoch vermieden werden, vor allem da diese Materie Gegenstand der Diskussionen beim Wertpapierrecht (Securities Law Legislation) der EU-Kommission in den vergangenen Jahren²⁸ war. Auch die Folgen für und Auswirkungen auf EMIR und die FCD müssen beachtet werden, weil sich die Vorschriften anderenfalls gegenseitig widersprechen.

Unklar ist, welche Folgen die Forderung in Artikel 15 Abs. 2 (b) hat. Eine sprachlich neutralere Fassung wäre hilfreich. So sollte nicht gefordert werden, dass die Finanzinstrumente auf ein bestimmtes Konto zu übertragen sind. Stattdessen könnte angeordnet werden, dass im Zeitpunkt der Weiterverwendung der Sicherheit eine auch für den Sicherheitengeber eindeutige Kennzeichnung des Sicherungsgegenstandes erfolgt.

4. Auswirkungen auf das Projekt „Target-2 Securities“

Angesichts des Hauptzwecks der SFT-Verordnung, das Schattenbankwesen zu regulieren, könnten die Auswirkungen von Artikel 15 Abs. 2 (b) der SFT-Verordnung im Widerspruch mit den Zielen von dem Projekt „**Target-2 Securities**“ (T2S) des Eurosystems stehen.

T2S wird derzeit unter Leitung der Europäischen Zentralbank (EZB) geschaffen, um die (grenzüberschreitende) Wertpapierabwicklung in der EU zu vereinheitlichen und effizienter, sicherer sowie kostengünstiger zu machen. Hierfür werden Standards für die grenzüberschreitende Wertpapierabwicklung, einschließlich der Sicherheiten, entwickelt. Die direkten T2S-Teilnehmer sind Zentralbanken und Zentralverwahrer (CSDs), indirekte Teilnehmer sind die an sie angebotenen Kreditinstitute. T2S betrifft also keine unregulierten Teilnehmer. Generell stellt sich damit die Frage, ob das eigentliche Ziel eines harmonisierten, europäischen Geld- und Repomarktes durch die hier diskutierten Anforderungen nicht konterkariert wird.

²⁸ Vgl. Diskussionspapier aus Oktober 2012 und Non-Paper aus Mai 2013

Ein wichtiger Aspekt des Projekts T2S ist es, Zentralbankgeld unter anderem auch für die grenzüberschreitende Sicherheitenabwicklung nutzen zu können. Hierbei stellen die Zentralbanken ihren Kreditinstituten untertägige Kredite gegen die Stellung von Sicherheiten zur Verfügung, die ausschließlich für die Abwicklung von Wertpapierkäufen verwendet werden können. Dies soll ermöglicht werden, auch ohne die betreffenden Sicherheiten über jedes Depot in der Kette der an dem Sicherungsgeschäft beteiligten Parteien zu ziehen. Auf Deutschland betrachtet bedeutet es, dass die Deutsche Bundesbank Wertpapiere auch weiterhin wie heute üblich, Drittsicherheiten als Sicherheit akzeptieren kann. Diese würden im Rahmen von T2S durch einen ausländischen Zentralverwahrer zur Verfügung gestellt, ohne dass sie zuvor in ein Depot eines deutschen Kreditinstituts beim deutschen Zentralverwahrer Clearstream verbucht werden müssen.

Artikel 15 Abs. 2 (b) der SFT-Verordnung könnte diese Bemühungen einer harmonisierten europaweiten Sicherheitenabwicklung bei zu strenger Auslegung zunichte machen, obwohl der Anwendungsbereich der SFT-Verordnung das EZB-Projekt „T2S“ sicherlich nicht im Auge hat.

Daher sollte eine **Klarstellung** erfolgen,

- dass Artikel 15 Abs. 2 (b) der SFT-Verordnung keine Anwendung auf die Sicherheitenbestellung im Rahmen der „T2S Auto-Collateralisation“-Funktion findet, oder
- dass die direkten und indirekten Teilnehmer von Target-2 Securities von der Anwendung des Artikel 15 SFT-Verordnung ausgenommen sind. Von den Ausnahmen in Artikel 2 Abs. 2 SFT-Verordnung sind sie derzeit jedenfalls nicht erfasst.