



# Die Auswirkungen eines „No-Deal Brexit“ auf die Branche für geclearte Derivate



Dezember 2017

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>EINLEITUNG</b> .....	2
<b>ZUSAMMENFASSUNG</b> .....	2
<b>TEIL 1: DIE AUSWIRKUNGEN EINES „NO DEAL“-SZENARIOS UND POTENZIELLE MÖGLICHKEITEN ZUR MINIMIERUNG DER KONSE- QUENZEN</b> .....	4
TEIL 1A: ZUGANG ZUM BRITISCHEN MARKT FÜR DIE EU27 .....	7
TEIL 1B: ZUGANG ZUM EU27-MARKT FÜR GROSSBRITANNIEN .....	15
<b>TEIL 2: ÜBERGANGSVEREINBARUNGEN</b> .....	24
<b>TEIL 3: FAZIT – PRÄFERIERTES ERGEBNIS DER FIA-MITGLIEDER</b>	27
<b>ANHANG: ZUSAMMENFASSUNG DER KONSEQUENZEN EINES „NO DEAL“-SZENARIOS UND DER POTENZIELLEN MINIMIERUNGS- MASSNAHMEN</b> .....	30

### Über die FIA

Die FIA ist die führende internationale Handelsorganisation für die Märkte für Futures, Optionen und zentral geclearte Derivate mit Standorten in London, Singapur und Washington, D.C. Zu ihren Mitgliedern gehören Clearing-Unternehmen, Börsen, Clearing-Häuser, Handelsunternehmen und Rohstoffspezialisten aus mehr als 48 Ländern sowie Technologie-Anbieter, Anwälte und andere professionelle Berater der Branche.

Die Ziele der FIA lauten wie folgt:

- Unterstützung offener, transparenter und wettbewerbsfähiger Märkte;
- Schutz und Verbesserung der Integrität des Finanzsystems; und
- Förderung hoher Verhaltensstandards im professionellen Umfeld.

In ihrer Rolle als führende internationale Handelsorganisation für die Märkte für Futures, Optionen und zentral geclearte Derivate repräsentiert die FIA alle Sektoren der Branche, u. a. Clearing-Unternehmen, Börsen, Clearing-Häuser, Handelsunternehmen und Rohstoffspezialisten aus mehr als 48 Ländern sowie Technologie-Anbieter, Anwälte und andere professionelle Berater der Branche.

## EINLEITUNG

Die FIA ist die führende internationale Handelsorganisation der Branche für regulierte und geclearte Derivate und gibt dieses Whitepaper heraus, um politische Entscheidungsträger über die betriebs- und marktbezogenen Auswirkungen eines „No Deal“-Brexit-Szenarios auf diese Märkte zu informieren. Die FIA begrüßt die jüngste Verlautbarung der Europäischen Union dahingehend, dass in Bezug auf die Brexit-Verhandlungen ein ausreichender Fortschritt erzielt worden sei und somit Gespräche hinsichtlich des Eintritts in die Verhandlungen der zweiten Phase mit Schwerpunkt auf den Übergangszeitraum beginnen könnten, aufs Stärkste. Angesichts dessen, dass die Verhandlungen der zweiten Phase noch nicht abgeschlossen sind, müssen die möglichen Konsequenzen eines „No Deal“-Szenarios weiterhin in Betracht gezogen werden.<sup>1</sup>

## ZUSAMMENFASSUNG

Die zentrale Zielsetzung der globalen Branche für geclearte Derivate besteht darin, Unternehmen bei gleichzeitiger Förderung finanzieller Stabilität effiziente Tools für die Verwaltung ihrer Risiken zur Verfügung zu stellen. Der potenzielle Verlust des Zugangs zu den Derivatemärkten der EU27 oder Großbritanniens für Unternehmen mit Sitz in Großbritannien oder den EU27 im Rahmen eines „No Deal“-Szenarios kann zu einer maßgeblichen Kostenerhöhung für Pensionsfonds, Asset-Manager, Versicherungsunternehmen, Großunternehmen und andere geschäftliche Marktteilnehmer führen und außerdem weitere Konsequenzen für die Realwirtschaft nach sich ziehen. Es ist somit zwingend erforderlich, Minimierungsmaßnahmen zu identifizieren, damit sichergestellt werden kann, dass die Teilnehmer der Märkte für geclearte Derivate in Großbritannien und den EU27 nicht von den globalen Liquiditätspools abgeschnitten werden und folglich ihre Risiken nicht mehr effizient verwalten können.

Die Zielsetzung dieses Whitepapers besteht darin, den Mitgliedern der FIA, politischen Entscheidungsträgern und Regulierungsbehörden ein besseres Verständnis in Bezug auf folgende Aspekte zu vermitteln:

1. die Auswirkungen auf die globale Branche für geclearte Derivate im Falle, dass zwischen dem Vereinigten Königreich („GB“) und den verbleibenden Mitgliedern der Europäischen Union (die „EU27“) bis zum 29. März 2019 keine Einigung („No Deal“) hinsichtlich der Bedingungen für ihre zukünftige Beziehung erreicht werden kann;
2. die verschiedenen Maßnahmen, die politische Entscheidungsträger und Teilnehmer der Branche für geclearte Derivate jeweils zur Minimierung der Auswirkungen eines „No Deal“-Szenarios ergreifen können; und
3. die Maßnahmen, die innerhalb der Branche während eines etwaigen Übergangszeitraums getroffen würden.

Während die Parteien in Phase 2 der Verhandlungen eintreten, empfiehlt die FIA nachdrücklich die nachstehenden zentralen Schritte, die zur Minimierung von Unterbrechungen sowie zur Aufrechterhaltung des Zugangs zu diesen globalen Märkten für Endnutzer ergriffen werden können:

- (i) Übergangsarrangements zwischen GB und den EU27 – bestehend aus einer Stillstandsperiode und einer Anpassungsperiode (wobei die letztere auf mindestens zwei Jahre angelegt werden sollte) – werden so schnell wie möglich vereinbart und umgesetzt;
- (ii) der Schutz bestehender Rechte (sog. „Grandfathering“)<sup>2</sup> britischer zentraler Gegenparteien („ZGP“) im Rahmen der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (engl. *European*

1 Die nachstehenden Abschnitte dieses Whitepapers, welche die Auswirkungen eines solchen „No Deal“-Szenarios hervorheben, gehen davon aus, dass seitens Großbritanniens, der EU27, der Europäischen Kommission, der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) oder der Branche selbst keine Minimierungsmaßnahmen getroffen werden.

2 Weitestgehend i.S.v. Art. 89(3), (4) EMIR, jedoch ohne Bezugnahme auf die nationale Gesetzgebung der Mitgliedstaaten – diese Bestimmungen wurden zum Geltungsbeginn der EMIR-Verordnung umgesetzt, jedoch genau mit der Zielsetzung, die radikalen Konsequenzen einer Nichtanerkennung i.S.v. Art. 14, 25 EMIR zu minimieren.

- Market Infrastructure Regulation; „EMIR“) sowie des Status als qualifizierte zentrale Gegenparteien („qualifizierte ZGP“) zum Austrittsdatum wird von der Europäischen Kommission und der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (engl. *European Securities and Markets Authority*; „ESMA“) so schnell wie möglich bestätigt, und zwar unter der Bedingung, dass die betreffenden britischen ZGP nach dem Austrittsdatum den Status anerkannter ZGP im Rahmen der EMIR-Verordnung erlangen und dass ein Grandfathering der regulatorischen EU-weiten Genehmigungen hinsichtlich der britischen Marktinfrastruktur in Bezug auf Nicht-ZGP (Handelsplätze und Transaktionsregister) zum Austrittsdatum von den EU27, der Europäischen Kommission und ESMA bestätigt wird, und zwar unter der Bedingung, dass die betreffenden britischen Handelsplätze den Status gleichgestellter Drittlands-Handelsplätze im Sinne der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente (engl. *Markets in Financial Instruments Directive II*; „MiFID II“) erlangen und dass die betreffenden britischen Transaktionsregister im Sinne der EMIR-Verordnung anerkannt werden;
- (iii) den nachstehenden Entitäten wird ab dem Austrittsdatum nach britischem Recht durch die britischen Aufsichtsbehörden ein Gleichwertigkeits- und Anerkennungsstatus gewährt:
    - a. i.S.v. EMIR zugelassene EU27-ZGP;
    - b. i.S.v. MiFID II zugelassene EU27-Handelsplätze; und
    - c. i.S.v. EMIR registrierte EU27-Transaktionsregister;
  - (iv) zur Förderung eines bilateralen Zugangs zu den jeweiligen Marktinfrastrukturen werden erforderliche Kooperationsvereinbarungen zwischen ESMA und den britischen Aufsichtsbehörden geschlossen – die Vorarbeit in diesem Zusammenhang kann bereits begonnen werden, da hier kein Abwarten des tatsächlichen EU-Austritts Großbritanniens erforderlich ist;
  - (v) Großbritannien wird von der Europäischen Kommission gemäß der Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (engl. *Regulation on Markets in Financial Instruments*; „MiFIR“) Gleichwertigkeit gewährt, so dass ESMA in der Lage ist, britische Unternehmen als Drittlandsfirmen zu registrieren und es diesen Unternehmen so zu ermöglichen, ihren Kunden aus den EU27 weiterhin ihre Dienstleistungen von Großbritannien aus anzubieten;
  - (vi) eine entsprechende Genehmigung wird nach britischem Recht („*Overseas Persons Regime*“) Unternehmen aus den EU27 von den britischen Behörden gewährt, um es diesen Unternehmen zu ermöglichen, ihren britischen Kunden weiterhin ihre Dienstleistungen von den EU27 aus anzubieten; und
  - (vii) bilaterale Anerkennungsarrangements werden zwischen Großbritannien und Drittländern besprochen und entsprechend vereinbart, um einen wechselseitigen Marktzugangsverlust zu vermeiden.

Der nachstehende Teil 1 dieses Whitepapers behandelt die Auswirkungen eines „No Deal“-Szenarios sowie die potenziellen Minimierungsmöglichkeiten.

In Teil 2 werden die Arrangements für einen Übergangszeitraum im Detail dargestellt.

Der zusammenfassende Teil 3 enthält die Empfehlungen der FIA mit Blick auf das von den FIA-Mitgliedern präferierte Ergebnis.

Eine Tabelle, welche die Konsequenzen eines „No Deal“-Szenarios sowie die potenziellen Auswirkungen und Minimierungsmöglichkeiten in diesem Zusammenhang zusammenfasst, ist diesem Whitepaper im Anhang beigefügt.

Die in diesem Whitepaper identifizierten Problemstellungen beziehen sich, soweit jeweils nichts anderes angegeben ist, lediglich auf börsennotierte Derivate (Futures und börsengehandelte Optionen) und geclearte Swaps.

### TEIL 1: DIE AUSWIRKUNGEN EINES „NO DEAL“- SZENARIOS UND POTENZIELLE MÖGLICHKEITEN EINER MINIMIERUNG DER KONSEQUENZEN

In diesem Abschnitt behandeln wir im Detail die nachteiligen Konsequenzen eines „No Deal“-Szenarios unter Berücksichtigung der britischen und europäischen Gesetzgebung sowie die Möglichkeiten, die Gesetzgebern, Regulierungsbehörden und/oder der Branche selbst gegebenenfalls zur Minimierung dieser Auswirkungen zur Verfügung stehen.

Obwohl viele der rechtlichen Konsequenzen eines „No Deal“-Szenarios durch die Gesetzgeber, Regulierungsbehörden und/oder die Branche selbst minimiert werden können, ist anzunehmen, dass erhebliche Anstiege der Kapital-, Rechtsberatungs- und Betriebskosten für alle Branchenteilnehmer unvermeidbar sein werden.

Es ist davon auszugehen, dass Execution- und Clearing-Broker im Rahmen ihrer Eventualfallplanung für das Worst-Case-Szenario immer mehr dazu übergehen werden, ihre EU27-Kunden von ihren Niederlassungen in den EU27 aus zu bedienen. In vielen Fällen werden globale Finanzinstitutionen möglicherweise zu Duplikat-Mitgliedschaften in Bezug auf Marktinfrastrukturen übergehen, so dass sowohl EU27-Niederlassungen als auch britische Niederlassungen zu ihren Mitgliedern zählen werden. Die geographische Ausbreitung der Kunden, die von den betreffenden Niederlassungen bedient werden, wird sich von Institution zu Institution unterscheiden.

#### Übergreifende Problemstellungen infolge eines „No Deal“-Szenarios

Die FIA unterstützt nachdrücklich die Bemühungen der G20, des CPMI-IOSCO und des Finanzstabilitätsrates innerhalb der vergangenen zehn Jahre im Hinblick auf außerbörslich gehandelte, börsengehandelte und geclearte Derivate. Diese Koordinierungsgremien schufen global die Grundlage für die ZGP-Anforderungen, welche sodann weltweit in regionale und nationale Regulierungsvorschriften umgesetzt werden konnten.

Dieser „Top-Down“-Ansatz dient einer vereinfachten grenzüberschreitenden Bereitstellung von Finanzdienstleistungen.

Je enger die Gesetze der verschiedenen Rechtsordnungen einander angepasst sind, desto geringer fällt das Potenzial juristischer Konflikte aus. Eine solche Anpassung ermöglicht es außerdem Regulierungsbehörden, sich untereinander zu beraten, anstatt ihre Vorschriften auf extraterritoriale Weise durchzusetzen. Dies erfolgt auf der Grundlage, dass Unternehmen in dem jeweiligen Drittland rechtlich bindenden Anforderungen entsprechen, die nationalen Rechtsvorschriften gleichstehen und in dem betreffenden Drittland einer wirksamen Aufsicht und Durchsetzung unterliegen.

**Auswirkungen auf die Realwirtschaft** – die Nettoauswirkung aller Konsequenzen infolge eines „No Deal“-Szenarios, die selbst nach Umsetzung von Minimierungsmaßnahmen zu wesentlichen Kostenerhöhungen für Endnutzer, wie z. B. Pensionsfonds, Asset-Manager, Versicherungsunternehmen und Großunternehmen führen und außerdem weitere Konsequenzen für die Realwirtschaft nach sich ziehen. Dies ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen, und zwar unter anderem auf erhöhte Margenausgleiche infolge einer Fragmentierung von Portfolios, die zu einer Reduzierung von Ausgleichsvorteilen führen, auf erhöhte Kapitalkosten für Leistungsanbieter, die ihre Geschäftsaktivitäten über ihre EU27-Niederlassungen steigern möchten, sowie auf eine Weitergabe zumindest eines Teils der Übergangskosten im Zusammenhang mit dem Transfer von Portfolios von britischen Anbietern und Marktinfrastrukturen in die EU27 an den Endnutzer – und zwar nicht nur die tatsächlichen Transferkosten selbst, sondern auch die Kosten, die den Clearing-Mitgliedern im Zusammenhang mit einer Erhöhung ihrer Ausfallfondsbeiträge bei den ZGP, zu welchen sie für Kunden Zugang gewähren, entstehen.

**Die Herausforderungen im Zusammenhang mit dem Transfer bestehender Portfolios von britischen ZGP auf EU27-ZGP** – Ein Massentransfer aller Derivatetransaktionen, die bei britischen ZGP im Namen von Kunden in den EU27 gecleart wurden, auf ZGP in den EU27<sup>3</sup> würde mit

3 Dies wäre (i) aus rechtlichen Gründen erforderlich, falls Art. 4(3) EMIR derart auszulegen wäre, dass die ZGP, über welche der zwingenden Clearing-Pflicht i.S.v. EMIR unterliegende Transaktionen entweder zugelassen

maßgeblichen Markt-, Betriebs- und Liquiditätsrisiken einhergehen und ist bisher beispiellos. Für die Durchführung einer solchen Migration existiert kein etabliertes Branchenverfahren. Positions- und Sicherheitentransfers dieser Art sind bisher immer nur innerhalb einer einzigen Rechtsordnung durchgeführt worden (Beispiele in Großbritannien innerhalb der letzten 10 Jahre umfassen den Transfer von geclearnten Derivaten von LCH Limited auf LCH Clear und von LCH Limited auf ICE Clear Europe, wobei sich diese jedoch auf Futures und Optionen, und nicht auf geclearnte Swaps, bezogen). Aufgrund der Einschränkungen, denen Clearing-Brokern aufgrund der Anwendung der Leverage-Ratio ausgesetzt sind, ist nicht klar, ob der Markt über ein ausreichendes Volumen sowie eine ausreichende Bilanzkapazität verfügt, um sehr große Volumina neuer Handelsabschlüsse zu unterstützen, da diese die bestehenden Portfolios ausgleichen müssen, die im Zusammenhang mit dem Transferverfahren bei britischen ZGP gehalten werden.

**Reduzierter Zugang zu Clearing-Möglichkeiten und maßgebliche Kostensteigerungen für alle Teilnehmer des Markts für geclearte Derivate** – Es ist anzunehmen, dass Clearing-Broker zukünftig ihren EU27-Kunden ihre Dienste über eine EU27-Niederlassung anbieten müssen, wobei sie anderen Kunden ihre Clearing-Dienste weiterhin von Standorten ihrer Wahl (z. B. Großbritannien) aus anbieten werden können. Gleichermaßen ist hinsichtlich bestimmter Verträge (z. B. auf Euro lautende Repos oder Zinsswaps) eine Situation wahrscheinlich, in der manche Kunden von Clearing-Brokern solche Produkte innerhalb des Marktes bei einer EU27-ZGP clearen möchten, während andere Kunden im Rahmen des gesetzlich Zulässigen einem Clearing außerhalb des Marktes den Vorzug geben können. Diese Aufteilung hinsichtlich des Clearings von Kundenportfolios führt zu steigenden Kapitalerfordernissen für Clearing-Mitglieder und Kunden;<sup>4</sup> steigende Umsatz- und Betriebskosten für Clearing-Mitglieder; steigende Leverage-Ratio-Erfordernisse, welche die Bilanzkapazität von Clearing-Mitgliedern für das Kundenclearing reduzieren;<sup>5</sup> steigende Leverage-Ratio-Nutzung für umfassend regulierte Kunden;<sup>6</sup> steigende Margen- und Ausfallfondserfordernisse; und kann bei manchen Clearing-Mitgliedern zur Geschäftsniederlegung führen.

**Großbritannien verliert den Nutzen aus den EU-Gleichstellungsvereinbarungen mit anderen Drittländern** – Britische Unternehmen könnten den Zugang zu globalen Liquiditätspools an Handelsplätzen in Drittländern verlieren, falls Großbritannien den Nutzen aus Entscheidungen hinsichtlich einer ersatzweisen Erfüllung der Anforderungen („*substituted compliance*“) sowie einer wechselseitigen Anerkennung verliert, die getroffen wurden, als Großbritannien Mitglied der EU war. In Bezug auf Clearing-Aktivitäten ist es derzeit – weil keine bilateralen Gleichstellungsvereinbarungen zwischen den USA und Großbritannien dahingehend bestehen, inwieweit die beiden Jurisdiktionen jeweils bereit sind, sich den Vorschriften der anderen zu beugen – unklar, ob (i) US-Unternehmen nach dem Brexit-Stichtag Clearing-Aktivitäten in Bezug auf britische ZGP nach Maßgabe der US-Vorschriften (z. B. des *Dodd-Frank Act*) und nicht nach Maßgabe der anwendbaren britischen Rechtsvorschriften vornehmen können und ob (ii) im Falle von Clearing-Aktivitäten in Bezug auf US-ZGP seitens britischer Unternehmen nach dem Brexit-Stichtag davon ausgegangen werden kann, dass hierbei die dann geltenden Clearing-Pflichten in Bezug auf Derivate erfüllt wurden.

**Vertragliche Unsicherheit** – Das Ausmaß, in dem Verträge über Clearing-Arrangements aufgrund dessen beendet werden können, dass Unternehmen ihre EU-weiten regulatorischen Autorisierungen oder ihren Marktzugang verlieren<sup>7</sup>, ist bei weitem nicht klar.

---

oder für die Dauer der Transaktion anerkannt werden müssen, oder (ii) aus kommerziellen Gründen erforderlich, falls britische ZGP weder zugelassen noch anerkannt werden und Kunden ihre bestehenden Legacy-Portfolios, die über britische ZGP geclearnt wurden, auf diejenigen EU27-ZGP übertragen möchten, die sie nach dem Brexit-Stichtag für Clearingzwecke in Bezug auf ihre Derivate nutzen werden.

- 4 Weil sie sowohl eine britische Niederlassung als auch eine Niederlassung in den EU27 mit Kapital ausstatten müssen und so bestimmte Ausgleichsvorteile verlieren.
- 5 Weil die Berechnung der Leverage-Ratio bei der Bestimmung der Risiken des Clearing-Unternehmens die Ausgleichsvorteile über ein Portfolio hinweg berücksichtigt. Falls das Portfolio auf zwei Niederlassungen, über die Clearing-Dienste angeboten werden, aufgeteilt wird, führt dies zu einer Reduzierung der Ausgleichsvorteile, einer Erhöhung der Leverage-Ratio und entsprechend auch zu einer Erhöhung der Bilanzkapazität für die die Clearing-Dienste anbietende Gruppe insgesamt – ungeachtet dessen, dass die zu clearenden Portfolios gleich geblieben sind und sich lediglich die Identität der eingesetzten Clearing-Broker verändert hat.
- 6 Wegen der Aufteilung ihrer Portfolios auf zwei oder mehrere Clearing-Broker.
- 7 Sei es aufgrund ungesetzlicher Handlungen, höherer Gewalt oder anderweitig.

## TEIL 1A: ZUGANG ZUM BRITISCHEN MARKT FÜR DIE EU27

### Zwingende Handelspflicht

#### Worst-Case-Szenario

Soweit die erforderlichen Gleichstellungs-Arrangements nicht vorliegen,<sup>8</sup> wäre es EU27-Unternehmen nicht mehr möglich, ihre zwingende Handelspflicht in Bezug auf Derivate im Wege eines Handels an britischen Handelsplätzen zu erfüllen.

#### Mögliche Minimierungsmaßnahmen seitens Gesetzgebungs- und Regulierungsgremien

**PRÄFERIERTES ERGEBNIS:** Die Europäische Kommission und ESMA könnten die regulatorischen Autorisierungen in Bezug auf die britischen regulierten Märkte, multilateralen Handelssysteme (engl. *multilateral trading facilities*; „MTFs“) und organisierten Handelssysteme (engl. *organised trading facilities*; „OTFs“) im Wege eines sog. Grandfathering schützen und Kooperationsvereinbarungen mit den britischen Aufsichtsbehörden schließen, während die betreffenden britischen Handelsplätze auf ihre Gleichstellung als Handelsplätze in Drittländern i.S.v. MiFID II warten, damit diese britischen Handelsplätze ohne unmittelbare Unterbrechung weiterhin Mitglieder und Nutzer in den EU27 bedienen können.

#### Mögliche Minimierungsmaßnahmen innerhalb der Branche

Globale Börsengruppen, die über Handelsplätze sowohl in Großbritannien als auch in den EU27 verfügen, könnten ihre börsengehandelten Derivate sowohl in Großbritannien als auch in den EU27 notieren und es EU27-Unternehmen so ermöglichen, die betreffenden Kontrakte weiterhin über ihre EU27-Handelsplätze zu handeln. Der Nachteil eines solchen Arrangements wäre, dass es hierbei aufgrund der Aufteilung zwischen dem britischen Handelsplatz und dem EU27-Handelsplatz potenziell zu einer Liquiditätsfragmentierung und somit einer Liquiditätsverringerung für beide Handelsplätze kommen könnte. Darüber hinaus bestünde das Risiko erhöhter Kosten und potenzieller Interoperabilitätsprobleme.

Börsengruppen ohne EU27-Handelsplatz könnten die Einrichtung eines neuen EU27-Handelsplatzes in Erwägung ziehen, um den weiteren Handel mit den betreffenden Produkten durch EU27-Nutzer innerhalb ihrer Gruppe zu erleichtern. Bis zum Brexit-Stichtag steht für solche Maßnahmen jedoch gegebenenfalls nicht genug Zeit zur Verfügung. Alternativ könnten sie gegebenenfalls ihre Endnutzer um eine derartige Restrukturierung ihrer Geschäftsmodelle bitten, dass der Zugang zu den britischen Handelsplätzen erhalten bleibt.

Bei Nichtumsetzung der obigen Schritte könnten Unternehmen, die der zwingenden Handelspflicht in Bezug auf Derivate i.S.v. MiFIR unterliegen, dieser Verpflichtung über EU27-MTFs, -OTFs oder äquivalente Handelsplätze in Drittländern nachkommen.

### Verlust der „Zulassung“ nach EMIR und Nichterlangen einer „Anerkennung“

#### Worst-Case-Szenario

Im Falle, dass britische ZGP infolge eines „No Deal“-Szenarios weder als EU27-ZGP „zugelassen“<sup>9</sup> noch als in einem Drittstaat ansässige ZGP „anerkannt“<sup>10</sup> werden, würden sich folgende Konsequenzen ergeben:

- EU27-Unternehmen wäre es gesetzlich untersagt, britische ZGP zur Erfüllung ihrer zwingenden Clearingpflicht in Bezug auf Derivate einzusetzen<sup>11</sup>; sie müssten sodann stattdessen zur Erfüllung dieser Verpflichtung i.S.v. EMIR zugelassene oder anerkannte ZGP nutzen. Für auf Euro lautende Zinsswaps könnte dies zu einem hoch liquiden (für alle Nutzer mit Ausnahme der in den EU27 ansässigen zugänglichen) Offshore-Markt in Großbritannien<sup>12</sup> sowie zu einem oder mehreren fragmentierten und illiquiden Märkten in den EU27-Rechtsordnungen führen;
- Britischen ZGP wäre es nach europäischem Recht untersagt<sup>13</sup>, Clearing-Dienste gegenüber Clearing-Mitgliedern oder Handelsplätzen in den EU27 zu erbringen. Ein solches Ergebnis wäre nicht nur für britische ZGP von Nachteil, sondern auch für die betreffenden EU27-Clearing-Mitglieder, da deren Wettbewerbsfähigkeit darunter leiden könnte, dass sie im Vergleich zu ihren Wettbewerbern in Drittländern, die ebenfalls Clearing-Dienste anbieten, in Bezug auf ihren Zugang zu einer Vielfalt von ZGP für ihre Kunden eingeschränkt wären.
- Britische Unternehmen würden nach Maßgabe der Kapitaladäquanzverordnung (KAV) allesamt in „nicht-qualifizierte ZGP“ umgewandelt werden, mit dem Ergebnis, dass die Risikogewichtungen, die aufsichtspflichtige EU27-Unternehmen gemäß der KAV hinsichtlich ihrer ZGP-Risiken anwenden müssen, von 2-4 % auf 20 % steigen würden, wobei die Risikogewichtungen, die sie hinsichtlich ihrer Ausfallfondsbeiträge anzuwenden haben, ebenfalls maßgeblich nach oben gehen würden;
- Diese Steigerung der Kapitalerfordernisse könnte sich als so schmerzhaft erweisen, dass es für die betreffenden EU27-Teilnehmer gegebenenfalls wirtschaftlich keinen Sinn mehr ergäbe, weiterhin britische ZGP für das Clearing ihrer Derivate einzusetzen;
- Im Falle, dass weiterhin realistisch mit einem möglichen „No Deal“-Szenario gerechnet werden muss, wird davon ausgegangen, dass EU27-Clearing-Mitglieder und EU27-Kunden bis zum Brexit-Stichtag versuchen werden, ihre bestehenden Derivate-Portfolios, die der zwingenden Clearingpflicht i.S.v. EMIR unterliegen und bei britischen ZGP gecleart werden, zu schließen. Sie werden sodann gegebenenfalls versuchen, die betreffenden Positionen bei einer oder mehreren EU27-ZGP neu zu eröffnen. Diese Maßnahmen wären zur Verhinderung dessen erforderlich, dass die betreffenden Unternehmen (i) gesetzlich daran gehindert wären, die Risiken im Hinblick auf ihre Portfolios bei britischen ZGP zu verringern, weil es ihnen unter Erfüllung ihrer EMIR-Clearingpflichten nicht mehr möglich wäre, neue Transaktionen bei britischen ZGP zu clearen, und (ii) nach dem Brexit-Stichtag in Bezug auf solche Transaktionen maßgeblich gestiegenen Kapitalerfordernissen ausgesetzt wären. Dieses Verfahren würde mit wesentlichen Kosten, Marktrisiken und Betriebsrisiken für EU27-Clearing-Mitglieder und -Kunden einhergehen; und
- Ähnlich wie bei den Handelsplätzen gibt es bestimmte Asset-Klassen, die bei britischen ZGP gecleart werden und für die es kein EU27-Äquivalent (z. B. LME Clear für bestimmte Rohstoffe) oder derzeit nur ein einziges EU27-Äquivalent gibt (z. B. den SwapClear-Dienst von LCH Clearnet Limited in Bezug auf Zins- und Inflationsswaps, hinsichtlich welcher derzeit Eurex Clearing die

9 Gem. Art. 14 EMIR.

10 Gem. Art. 25 EMIR.

11 Art. 4(3) EMIR: „Das Clearing der OTC-Derivatekontrakte, die gemäß Absatz 1 clearingpflichtig sind, wird von einer CCP [ZGP] durchgeführt, die [...] nach Artikel 14 zugelassen oder nach Artikel 25 anerkannt [...] ist.“

12 Hierbei ist anzumerken, dass diese Produkte auch in den USA erfolgreich, jedoch in geringerem Umfang, an der Chicago Mercantile Exchange gecleart werden.

13 Art. 25(1) EMIR: „Eine in einem Drittstaat ansässige CCP [ZGP] darf Clearingdienste für in der Union ansässige Clearingmitglieder oder Handelsplätze nur dann erbringen, wenn die betreffende CCP [ZGP] von der ESMA anerkannt wurde.“



## Die Auswirkungen eines „No-Deal Brexit“ auf die Branche für geclearte Derivate

einzigste EU27- Alternative ist).<sup>14</sup> Dies würde somit den Rahmen der derzeit vorgeschlagenen zwangsweisen potenziellen Umzüge sprengen, da EU27-Unternehmen in diesem Fall alle geclearten Derivate (d. h. nicht nur auf Euro lautende Repos und Zinsswaps) auf eine oder mehrere EU27-ZGP übertragen müssten; somit wäre EU27-Unternehmen hinsichtlich dieser Produkte der Zugang zu potenziell größeren Liquiditätspools in Großbritannien verwehrt.

### Mögliche Minimierungsmaßnahmen seitens Gesetzgebungs- und Regulierungsgremien

**PRÄFERIERTES ERGEBNIS:** Die FIA fordert die Europäische Kommission und ESMA nachdrücklich auf, das sog. Grandfathering<sup>15</sup> der EMIR-Zulassung britischer ZGP mit Wirkung zum Brexit-Stichtag so schnell wie möglich zu bestätigen und sich um Kooperationsvereinbarungen mit den britischen Behörden zu bemühen, bis die betreffenden britischen ZGP i.S.v. EMIR anerkannt werden. Ein solcher politischer Ansatz würde sicherstellen, dass britische ZGP ab dem Brexit-Stichtag weiterhin EU27-Clearing-Mitglieder und -Handelsplätze ohne unmittelbare Unterbrechungen bedienen könnten und die Qualität der Eventualitätenplanung der Branche verbessern sowie eine unnötige Fragmentierung der Märkte verhindern. In diesem Szenario müssten britische ZGP sodann einen Anerkennungsantrag i.S.v. Art. 25 EMIR einreichen. Im Interesse einer Unterbrechungsminimierung sollte britischen ZGP die Möglichkeit gegeben werden, ihre vollständigen Anträge auf EMIR-Anerkennung vor dem Brexit-Stichtag an die ESMA zu übermitteln.

Falls die Europäische Kommission und die ESMA sich jedoch dazu entschließen sollten, weder das erwähnte sog. Grandfathering vorzunehmen noch britische ZGP „anzuerkennen“, müsste das weitere Vorgehen in Bezug auf die bestehenden Portfolios, deren Clearing noch über britische ZGP stattfände, in Betracht gezogen werden. In diesem Szenario könnten sich die Europäische Kommission und die ESMA damit einverstanden erklären, dass EU27-Unternehmen weiterhin Clearing-Mitglieder von britischen ZGP bleiben, soweit dies für eine Erleichterung dessen erforderlich wäre, dass diese und ihre Kunden Risikoverwaltungsmechanismen (z. B. „Kompression“) hinsichtlich ihrer bestehenden Portfolios, die bei britischen ZGP gecleart werden, anwenden und/oder diese bestehenden Portfolios schließen (sei es im Wege eines Transfers dieser Portfolios auf EU27-ZGP oder anderweitig).

Als zusätzliche Konsequenz müsste die ESMA im Falle, dass ein Kontrakt, welcher der EMIR-Clearingpflicht unterliegt<sup>16</sup>, nur über eine britische ZGP (bzw. ggf. nur über eine britische ZGP und eine EU27-ZGP) gecleart werden kann, in Erwägung ziehen, die Clearingpflicht hinsichtlich des betreffenden Kontraktes aufzuheben.

### Minimierungsmaßnahmen seitens Clearing-Mitgliedern

EU27-Clearing-Mitglieder könnten sich prinzipiell zu folgenden Schritten entschließen:

- Transfer ihrer Mitgliedschaft sowie ihres derzeitigen Verzeichnisses ihrer geclearten Derivate-Portfolios (sowie der betreffenden Verzeichnisse ihrer Kunden) von dem derzeitigen EU27-Unternehmen auf eine britische Niederlassung vor dem Brexit-Stichtag;
- Versuch der Übertragung ihrer bestehenden Portfolios sowie der bestehenden Portfolios ihrer Kunden von einer britischen ZGP auf eine äquivalente EU27-ZGP (soweit eine solche existiert); und/oder
- Erhöhung des Ausmaßes, in dem sie neue Transaktionen über EU27-ZGP und nicht über britische ZGP clearen (dies ist jedoch nicht möglich im Falle von Rohstoffen wie Metalle, die über LME

14 Hierbei ist anzumerken, dass ein Clearing von auf USD lautenden CPI-Inflationsswaps über Eurex Clearing derzeit nicht möglich ist.

15 Weitestgehend i.S.v. Art. 89(3) und (4) EMIR, jedoch ohne Bezugnahme auf die nationale Gesetzgebung der Mitgliedstaaten – diese Bestimmungen wurden zum Geltungsbeginn von EMIR umgesetzt, jedoch genau mit der Zielsetzung, die radikalen Konsequenzen einer Nichtanerkennung i.S.v. Art. 14 und 25 EMIR zu minimieren.

16 Gem. Art. 4(3) EMIR.

## Die Auswirkungen eines „No-Deal Brexit“ auf die Branche für geclearte Derivate

Clear gecleart werden), um ihr Gesamtrisiko in Bezug auf britische ZGP zum Brexit-Stichtag zu reduzieren.

Wie vorstehend erwähnt, würden die ersten beiden der vorgenannten Minimierungsmaßnahmen für Clearing-Mitglieder und Endnutzer erhebliche Kosten nach sich ziehen und erhebliche Ressourcen in Anspruch nehmen. Das Verfahren für einen Transfer von Mitgliedschaften, Positionen und Margen ist äußerst komplex (insbesondere in dem bisher nicht dagewesenen grenzüberschreitenden Szenario) und kann zu maßgeblichen Betriebsrisiken führen. Für die Durchführung solcher Transfers existiert bisher kein etabliertes Branchenverfahren.

Falls sich eine Reihe von EU27-Clearing-Mitgliedern gleichzeitig zur Beendigung ihrer Tätigkeit entscheidet (oder ihre Mitgliedschaft bei britischen ZGP anderweitig beendet), treten verschiedene Fragen und Beobachtungen zutage:

- Das austretende EU27-Clearing-Mitglied müsste (soweit möglich) dafür Sorge tragen, dass alle nicht-EU27-Kunden weiterhin ihr Clearing über die britische ZGP mithilfe eines Ersatz-Clearing-Mitglieds vornehmen, bei dem es sich gegebenenfalls um eine Niederlassung des aufgehenden EU27-Clearing-Mitglieds mit Sitz in Großbritannien handeln kann;
- Müssten die EU27-Kunden des betreffenden EU27-Clearing-Mitglieds ihre Positionen auf eine zugelassene oder anerkannte ZGP rückübertragen, oder können ihre bestehenden Portfolios trotz der fehlenden Zulassung bzw. Anerkennung weiterhin mithilfe eines Backup-Clearing-Brokers über die britische ZGP gecleart werden?<sup>17</sup>
- Könnten die EU27-Clearing-Mitglieder ihr eigenes (Nicht-Kunden-) Geschäft erfolgreich auf einen der verbleibenden Clearing-Broker der betreffenden britischen ZGP übertragen? Es ist nicht klar, ob bei den übrigen Clearing-Mitgliedern der britischen ZGP für eine Absorption dieser Portfolios eine ausreichende Bilanzkapazität<sup>18</sup> vorliegt.

### Minimierungsmaßnahmen seitens britischer ZGP

Manche britische ZGP verfügen auch innerhalb derselben Gruppe über EU27-ZGP. Theoretisch könnten Positionen und Assets somit im Rahmen eines gruppeninternen Transfers von der britischen ZGP auf die EU27-ZGP übertragen werden. In der Praxis sind solche grenzüberschreitenden Transfers jedoch sowohl noch nicht getestet als auch bisher nicht dagewesen – ZGP-Migrationen innerhalb der letzten 10 Jahre haben stets in derselben Rechtsordnung stattgefunden und waren somit nicht grenzüberschreitenden Charakters, wie z. B. die Migration bestimmter Derivate-Kontrakte auf ICE Clear Europe, die zuvor über LCH.Clearnet Limited gecleart wurden, sowie die Migration anderer Derivate-Kontrakte auf LME Clear, die zuvor über LCH.Clearnet Limited gecleart wurden. In diesen beiden Beispielen lagen außerdem, anders als heute, keine sonstigen wesentlichen strukturellen Marktproblemstellungen vor, wie z. B. die verschiedenen Änderungen, die sich infolge der Brexit-Verhandlungen zwischen Großbritannien und den EU27, der EMIR-Überprüfung sowie der ESA-Überprüfung ergeben können. Für die Durchführung einer solchen Migration existieren keine etablierten, standardmäßigen Branchenverfahren.

Das Verfahren für positionsweite Transfers auf die betreffenden EU27-ZGP aus Großbritannien ist komplex, betrifft mehrere Rechtsordnungen, nimmt erhebliche Zeit in Anspruch und könnte ein signifikantes Ausmaß an Betriebsrisiken nach sich ziehen. Manche der Marktinfrastrukturgruppen verfügen derzeit in ihren EU27-Niederlassungen nicht über die für das Clearing bestimmter Produkte erforderliche Infrastruktur (LCH.Clearnet S.A. in Paris verfügt beispielsweise derzeit über keine Infrastruktur oder sonstige Ressourcen für das Clearing von Zinsswaps). Andere (z. B. die London Metals Exchange) haben überhaupt keine EU-ZGP. Diese wäre in jedem Fall, soweit sie dies wünschen, effektiv dazu gezwungen, innerhalb der kommenden 15 Monate eine europäische ZGP ganz neu aufzubauen oder einen anderen Weg für ein Clearing über EU27-ZGP zu finden – dies erscheint

17 Art. 4(3) EMIR enthält keine Bestimmungen dahingehend, ob eine ZGP, die von einem Unternehmen zur Erfüllung seiner zwingenden Clearingpflichten eingesetzt wird, für die gesamte Dauer der zu clearingenden Transaktion zugelassen oder anerkannt sein muss oder ob eine Zulassung bzw. Anerkennung im Zeitpunkt des erstmaligen Clearings ausreicht.

18 Unter anderem angesichts der Beschränkungen infolge der Leverage-Ratio nach Basel III / KAV.

## Die Auswirkungen eines „No-Deal Brexit“ auf die Branche für geclearte Derivate

jedoch aufgrund des zur Verfügung stehenden Zeitrahmens nicht machbar. Einige britische ZGP haben angedeutet, dass sie es erwägen würden, einen Teil ihres britischen Geschäfts in die USA und nicht in die EU27 zu verlegen.<sup>19</sup>

Alternativ könnten Marktinfrastrukturgruppen theoretisch versuchen, ihre britische ZGP zusammen mit einer anderen zugelassenen oder anerkannten ZGP (innerhalb oder außerhalb ihrer Unternehmensgruppe) zu betreiben; dies wäre jedoch äußerst kompliziert und würde komplizierte grenzüberschreitende juristische und regulatorische Fragen aufwerfen, die ohne Einsicht in die juristische und regulatorische Beziehung zwischen den EU27 und Großbritannien nach dem Brexit schwer vorzusagen wären, so dass dies angesichts des verbleibenden Zeitrahmens effektiv eine unrealistische Lösung darstellt. Aus Sicht der Clearing-Mitglieder und Kunden ist es angesichts der Kosten ineffizient, Rücklagen zu bilden, die am Ende langfristig nicht erforderlich sind.

Die FIA ist sich keiner bestehenden Pläne seitens der in Großbritannien ansässigen ZGP dahingehend bewusst, kleinere Clearing-Betriebe in Kontinentaleuropa für EU27-Clearing-Mitglieder und -Kunden einzurichten. Es liegt im Interesse des Marktes, über eine Vielfalt von Mitgliedern mit sehr gutem Kreditrating, und nicht über eine reduzierte und fragmentierte Anzahl von Clearing-Mitgliedern, zu verfügen. Der Teilnahmegrad der EU27-Clearing-Mitglieder und -Kunden sowie deren Aktivität variiert stark über die die Großbritannien ansässigen ZGP-Anbieter hinweg.

Wenn EU27-Kunden ihr Clearing nicht mehr über britische ZGP vornehmen können, wie können sie dann angesichts der Tatsache, dass kein etabliertes Branchenverfahren für ein „De-Clearing“ von Transaktionen und Sicherheiten von einer ZGP auf eine ZGP in einer anderen Rechtsordnung besteht, ihre Portfolios auf eine alternative zugelassene oder anerkannte ZGP übertragen? EU27-Kunden und EU27-Clearing-Mitglieder könnten britische ZGP zwar immer noch für nicht-zwingend clearingpflichtige Transaktionen nutzen, zwingend clearingpflichtige Transaktionen müssten jedoch (soweit seitens der Europäischen Union keine Lösung zur Verfügung gestellt wird) sodann auf eine andere ZGP übertragen werden. Dies würde den Abschluss von (i) Gegengeschäften zur Glattstellung von Positionen, die bisher über britische ZGP gecleart wurden, und (ii) äquivalenter neuer Transaktionen für ein Clearing über EU27-ZGP erfordern (soweit die entsprechenden Kontrakte zur Verfügung stehen; der FIA sind jedoch derzeit keine zwingend clearingpflichtigen Kontrakte bekannt, die ausschließlich über britische ZGP gecleart werden können). Dies müsste vor dem Brexit-Stichtag geschehen, um nachfolgende Handelsbeschränkungen in Bezug auf britische ZGP zu umgehen. Dieser Ansatz wäre zeitaufwändig und teuer, wobei dies teilweise auf die Geld-/Brief-Spanne hinsichtlich der Glattstellung der bestehenden Transaktionen sowie den Abschluss neuer Transaktionen zurückzuführen wäre. Darüber hinaus würde dieser Ansatz komplexe Rückübertragungen von Sicherheiten auf Clearing-Mitglieder und Kunden von der britischen ZGP – d. h. eine Rückwärtsbewegung entlang der Clearing-Kette – und anschließende Bereitstellung dieser Sicherheiten an die EU27-ZGP erfordern. Zeitbeschränkungen würden wahrscheinlich zu einem kurzfristigen Doppel-Margining (und damit einhergehenden hohen Kosten für die Beteiligten) führen, und die Vornahme derart umfangreicher Transfers spekulativer Kontrakte könnte Belastungen für die Infrastruktur der Finanzmärkte und möglicherweise systemische Probleme nach sich ziehen.

### Finalitätsbezogene Problemstellungen für britische ZGP

Eine weitere große Lücke im Gesetzesrahmen der EU für die Zeit nach dem Abschluss einer Transaktion ist das Nichtvorliegen eines Äquivalenzregimes für Drittländer im Rahmen der Finalitätsrichtlinie. Derzeit sind EU-Institutionen an einer Vielzahl von Clearing-Häusern und Abrechnungssystemen außerhalb der EU27 beteiligt. Aufgrund des Nichtvorliegens einer EU-Regelung für Systeme von Drittländern gibt es jedoch keine Garantie dahingehend, dass die Vorschriften zur Teilnahme an solchen

<sup>19</sup> Der CEO von LCH.Clearnet Limited machte am 25. Oktober 2017 beispielsweise die folgende Aussage vor dem EU Financial Affairs Sub-Committee des britischen Oberhauses: „Wenn man beginnt, diesen Standort in Betracht zu ziehen, ist die Antwort nicht unbedingt ein Umzug nach Europa; die Antwort könnte auch ein Umzug in die andere Richtung sein – und zwar in die USA. Die USA sind ein international integrierter Markt; falls ein Umzug erforderlich werden sollte, ist ein Umzug nach Europa nicht von Vornherein zwingend.“ <http://www.parliamentlive.tv/Event/Index/115feb81-17cc-4f97-967d-3d907be9b636>

## Die Auswirkungen eines „No-Deal Brexit“ auf die Branche für geclearte Derivate

Systemen auch relevanten Systemgesetzen unterliegen würden (anstelle der Insolvenzbestimmungen, die vor Ort für Mitglieder gelten). Insolvenz-Rückforderungen nach EU-Recht können im Falle der Insolvenz eines EU27-Teilnehmers auf die Abwicklung von Transaktionen Anwendung finden, die in Nicht-EU-Systemen vorgenommen wurden oder sich auf Finanzinstrumente beziehen, die in Nicht-EU-Systemen gehalten werden. Dies kann Finanzgruppen, die EU-Unternehmen für globale Gruppenbuchungen einsetzen, abschrecken und erhöht das Risiko für Nicht-EU-Systeme bei der Zulassung oder Bedienung von EU-Mitgliedern oder -Nutzern. Großbritannien hat dieses Problem in vielerlei Hinsicht anhand von Schutzvorkehrungen für ausländische Clearing-Häuser und ZGP in Drittländern mit EMIR-Anerkennungsstatus im Rahmen des *Companies Act 1989* „gelöst“, wobei diese Regelung in Europa jedoch derzeit einzigartig ist. Nach dem Brexit werden sich die Auswirkungen des Nichtvorliegens einer Anerkennungsregelung in Bezug auf Drittländer im Rahmen der Finalitätsrichtlinie verschärfen, da britische ZGP und Zentralverwahrungsstellen nach dem Brexit-Stichtag nicht mehr von den EU-Finalitätsregeln profitieren können. Dies bedeutet, dass im Falle einer Insolvenz eines Mitglieds innerhalb der EU die britischen Systemvorschriften in Bezug auf Finalität im Rahmen von Insolvenz-Rückforderungsbestimmungen und Moratoriumsbestimmungen eines EU-Mitgliedstaats Vorrang haben können, mit der potenziellen Folge, dass die britische Infrastruktur aufgrund der damit verbundenen Risiken keine EU-Mitglieder mehr zulassen kann. Die Ausfallvorschriften für britische ZGP und Zentralverwahrungsstellen könnten im Falle der Insolvenz eines EU27-Clearing-Mitglieds nicht mehr von den gesetzlichen Schutzvorschriften der EU27 oder möglichen Kompromissen in Bezug auf die britischen Systemvorschriften profitieren.

Dies könnte dazu führen, dass bestimmte EU27-Clearing-Mitglieder nicht mehr in der Lage wären, ihre Clearing-Mitgliedschaft bei britischen ZGP bzw. ihre Teilnahme an britischen Zentralverwahrungsstellen aufrecht zu erhalten.

### **Mögliche Minimierungsmaßnahmen seitens Gesetzgebungs- und Regulierungsgremien**

**PRÄFERIERTES ERGEBNIS:** Die Finalitätsrichtlinie könnte derart aktualisiert werden, dass sie eine „Designierung“ von Drittlandssystemen, einschließlich der britischen Systeme, zuließe.

## Die Rolle der EZB in Bezug auf britische ZGP

Es ist derzeit nicht klar, ob die Europäische Zentralbank und die Bank of England im Falle eines „No Deal“-Szenarios ihre enge Zusammenarbeit in Bezug auf Informationsaustausch und Kooperation hinsichtlich britischer ZGP mit wesentlichen auf Euro lautenden Umsätzen sowie ihre Swap-Vereinbarung weiterführen werden.

### **Mögliche Minimierungsmaßnahmen seitens Gesetzgebungs- und Regulierungsgremien**

**PRÄFERIERTES ERGEBNIS:** Die EZB und die Bank of England könnten sich auf eine erneute Bestätigung ihrer Beziehung in diesen Bereichen einigen.

## Zugang zu britischen Transaktionsregistern aus den EU27

### Worst-Case-Szenario

- Im Falle, dass britische Transaktionsregister i.S.v. EMIR weder „registriert“<sup>20</sup> noch „anerkannt“<sup>21</sup> werden, wäre es EU27-Unternehmen sodann gesetzlich untersagt<sup>22</sup>, britische Transaktionsregister zur Erfüllung ihrer Meldepflichten i.S.v. EMIR einzusetzen. Fünf der sieben Transaktionsregister, die derzeit i.S.v. EMIR bei der ESMA registriert sind<sup>23</sup>, haben ihren Sitz in Großbritannien. Ein wesentliches Volumen an Derivatetransaktionen in Europa wird derzeit einem einzigen britischen Transaktionsregister gemeldet. Zum heutigen Stand könnten EU27-Unternehmen nach dem Brexit-Stichtag lediglich zwischen zwei<sup>24</sup> Transaktionsregistern in den EU27 wählen, wobei jedoch keines von diesen über Erfahrung mit der Abwicklung von derartigen Datenvolumina hat, die nach dem Brexit-Stichtag an diese gemeldet werden müssten.
- Es ist unklar, ob und auf welcher Grundlage die EU27-Aufsichtsbehörden weiterhin Zugang zu den Daten hätten, die bis dahin den Transaktionsregistern in Großbritannien gemeldet wurden.

### Mögliche Minimierungsmaßnahmen seitens Gesetzgebungs- und Regulierungsgremien

**PRÄFERIERTES ERGEBNIS:** Die ESMA und die Europäische Kommission könnten ein sog. Grandfathering in Bezug auf die EMIR-Registrierung britischer Transaktionsregister zum Brexit-Stichtag vornehmen und Kooperationsvereinbarungen mit britischen Behörden eingehen, während die betreffenden britischen Transaktionsregister auf ihre Anerkennung i.S.v. EMIR warten; dies würde für die europäischen Aufsichtsbehörden einen ununterbrochenen Zugang zu den Handelsdaten sicherstellen, die bei den britischen Transaktionsregistern gespeichert sind (sowohl in Bezug auf vergangene als auch zukünftige Transaktionsabschlüsse). In diesem Szenario müssten britische Transaktionsregister sodann einen Anerkennungsantrag i.S.v. Art. 77 EMIR einreichen. Im Interesse einer Unterbrechungsminimierung sollte britischen Transaktionsregistern die Möglichkeit gegeben werden, ihre vollständigen Anträge auf EMIR-Anerkennung vor dem Brexit-Stichtag an die ESMA zu übermitteln.

### Mögliche Minimierungsmaßnahmen innerhalb der Branche

EU27-Mitglieder von britischen Transaktionsregistern könnten versuchen, ihre Mitgliedschaft auf eine britische Niederlassung zu übertragen.

Um sicherzustellen, dass sie weiterhin ohne Unterbrechung und unter Einhaltung von EMIR als Transaktionsregister handeln können, könnten britische Transaktionsregister versuchen, ihren Geschäftsbetrieb in eine EU27-Rechtsordnung zu verlegen und diesen dann bei der ESMA zu registrieren.

20 Art. 55 EMIR.

21 Art. 77 EMIR.

22 Art 9(1) EMIR.

23 Die Liste kann hier eingesehen werden:

<https://www.esma.europa.eu/supervision/trade-repositories/list-registered-trade-repositories>

24 Krajowy Depozyt Papierow Wartosciowych S.A. (KDPW) und Regis-TR S.A.

### Zugang zu britischen Kunden für Unternehmen aus den EU27

Derzeit<sup>25</sup> unterliegen Unternehmen aus Drittländern demselben allgemeinen Verbot wie britische Unternehmen, d. h. sie dürfen in Großbritannien ohne Genehmigung durch die *Prudential Regulation Authority* (PRA) und/oder die *Financial Conduct Authority* (FCA) keine Investmentleistungen anbieten.

Es gibt Berichte dahingehend, dass gegebenenfalls ein Teil der von EU27-Banken angebotenen Leistungen, die derzeit in Großbritannien über eine britische Niederlassung erbracht werden, nach dem Brexit-Stichtag über eine britische Tochter erbracht werden muss.<sup>26</sup>

Das Ausmaß, in dem sich EU27-Unternehmen nach dem Brexit-Stichtag auf die Freistellung für „überseeische Personen“ nach britischem Recht berufen können, wird sich erst noch zeigen. Dies könnte zu einem reduzierten Zugang zu Ausführungs- und Clearingleistungen in den EU27 für britische Kunden sowie zu reduzierten Einnahmen für Execution- und Clearing-Broker in den EU27 führen.

### Mögliche Minimierungsmaßnahmen seitens Gesetzgebungs- und Regulierungsgremien

**PRÄFERIERTES ERGEBNIS:** Die britischen Aufsichtsbehörden können öffentlich bestätigen, dass die Freistellungsbestimmungen für „überseeische Personen“ nach britischem Recht weiterhin unverändert gelten werden.

### Mögliche Minimierungsmaßnahmen innerhalb der Branche

Unternehmen aus Drittländern stehen für die Vornahme von Investmentaktivitäten in Großbritannien drei zentrale Möglichkeiten zur Verfügung:

- Errichtung einer britischen Tochter und Einreichung eines Antrags bei der PRA und/oder der FCA für deren eigenständige Autorisierung;
- Falls ein Unternehmen aus einem Drittland über einen ständigen Geschäftssitz in Großbritannien in Form einer britischen Zweigstelle verfügt, kann es in Großbritannien Investmentleistungen anbieten, soweit die Zweigstelle von der PRA und/oder der FCA autorisiert ist; oder
- Manche Unternehmen aus Drittländern benötigen keine regulatorische Genehmigung für die Erbringung von Investmentleistungen in Großbritannien, falls sie unter die Freistellungsbestimmungen für „überseeische Personen“ fallen.<sup>27</sup>

Britische Kunden müssen vor dem Brexit-Stichtag gegebenenfalls alternative Dienstleister finden, falls ihre bestehenden EU27-Execution- oder Clearing-Broker nicht über die für eine weitere Bereitstellung ihrer Leistungen nach dem Brexit-Stichtag erforderlichen Autorisierungen oder Freistellungen nach britischem Recht verfügen.

25 <http://www.shearman.com/~media/files/newsinsights/publications/2016/05/mifid-ii-access-to-eu-markets-for-third-country-investment-firms-fiafr-050916.pdf>

26 <http://www.telegraph.co.uk/business/2017/10/04/brexit-transition-deal-needed-christmas-says-bank-england/>

27 Art. 72 der *Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2011*.

## TEIL 1B: ZUGANG ZUM EU-27-MARKT FÜR GROSSBRITANNIEN

### Verlust von „Passporting“-Rechten

#### Worst-Case-Szenario

Britische Unternehmen verlieren ihr Recht auf Niederlassungsfreiheit in der EU, die Freiheit auf Leistungserbringung in der EU<sup>28</sup> sowie „Passporting“-Rechte i.S.v. MiFID II/MiFIR/EKR IV.<sup>29</sup>

Falls ihnen kein Gleichwertigkeitsstatus i.S.v. Art. 46 MiFIR eingeräumt wird und keiner der EU27-Mitgliedstaaten im Rahmen seiner nationalen Gesetzgebung einen Zugang zu EU27-Großkunden aus Großbritannien gewährt, gilt Folgendes:

- Für Großkunden in den EU27: Mit Ausnahme derjenigen EU27-Kunden, die sich auf Basis einer umgekehrten Nachfrage (*reverse enquiry*)<sup>30</sup> an einen Dienstleister mit Sitz in Großbritannien wenden, wird das britische Unternehmen nicht in der Lage sein, seine EU27-Großkunden von Großbritannien aus zu bedienen; und
- Für EU27-Kleinanleger und „opt-up“-professionelle Kunden: Der britische Dienstleister ist gegebenenfalls weiterhin in der Lage, die betreffenden EU27-Kunden aus Großbritannien zu bedienen, jedoch nicht in dem Fall, dass die Regulierungsbehörde in dem betreffenden EU27-Staat ihr Recht<sup>31</sup> dahingehend ausübt, den britischen Dienstleister zur Errichtung einer Zweigstelle in dem betreffenden Mitgliedstaat aufzufordern. Der Dienstleister wäre dann nur über diese Zweigstelle berechtigt, seine Kunden in dem betreffenden Mitgliedstaat zu bedienen.

#### Mögliche Minimierungsmaßnahmen seitens Gesetzgebungs- und Regulierungsgremien

**PRÄFERIERTES ERGEBNIS:** Dies kann theoretisch komplett im Wege nationaler Vorschriften innerhalb jedes EU27-Mitgliedstaats minimierend geregelt werden: Um sicherzustellen, dass Kunden in der betreffenden Rechtsordnung weiterhin ohne Unterbrechung Dienstleistungen aus Großbritannien in Anspruch nehmen können, könnte jeder EU27-Mitgliedstaat nach dem Brexit-Stichtag die weitere Bereitstellung dieser grenzüberschreitenden Dienstleistungen nach Maßgabe der nationalen gesetzlichen Vorschriften gestatten.<sup>32</sup>

Nachstehend fassen wir kurz unser Verständnis der derzeitigen Vorschriften in zwei von Europas größten Märkten – Frankreich und Deutschland – zusammen:

**FRANKREICH:** Die in Frankreich geltenden Vorschriften werden sich in Bezug auf Großkunden nach Art. 46 MiFIR und in Bezug auf Kleinanleger und elektive professionelle Kunden nach Art. 39 MiFID II richten: Art. [L532-48](#) des *Code monétaire et financier* setzt die Bestimmung von Art. 39 MiFID II um, die Mitgliedstaaten das Recht gewährt, es Unternehmen aus Drittstaaten vorzuschreiben, dass diese eine Zweigstelle in ihrer Rechtsordnung errichten müssen, um dort Dienstleistungen gegenüber Kleinanlegern und elektiven professionellen Kunden zu erbringen.

28 Gem. Art. 49, 56 AEUV.

29 Art. 34 MiFID II.

30 Gem. Art. 42 MiFIR.

31 Gem. Art. 39 MiFID II.

32 Der letzte Absatz von Art. 46(4) MiFIR befasst sich genau mit diesem Thema.

## Die Auswirkungen eines „No-Deal Brexit“ auf die Branche für geclearte Derivate

**DEUTSCHLAND:** Nach deutschem Recht stehen einem britischen Unternehmen, das auf dem deutschen Markt tätig sein möchte, folgende Optionen zur Verfügung:

- Errichtung einer Zweigstelle des britischen Unternehmens in Deutschland (genehmigungspflichtig);
- Errichtung einer Tochter des britischen Unternehmens in Deutschland (genehmigungspflichtig);
- Errichtung einer Tochter in einem anderen EWR-Mitgliedstaat und (i) Einholung eines sog. Europäischen Passes oder (ii) Errichtung einer zugelassenen Zweigstelle dieser Tochter in Deutschland; oder
- Direkte Bedienung von Kunden aus Großbritannien im Rahmen einer Ausnahmegenehmigung (§ 2 Abs. 4 KWG, ab Januar 2018: § 2 Abs. 5 KWG).

Hinsichtlich der Ausnahmegenehmigung ist Folgendes zu beachten:

- Eine Ausnahmegenehmigung in Bezug auf das Beaufsichtigungserfordernis für aus dem Ausland in Deutschland getätigte Geschäfte erfordert Folgendes:
  - Das Unternehmen muss in seinem Heimatstaat außerhalb des EWR wirksam nach Maßgabe der internationalen Normen beaufsichtigt sein;
  - Die zuständige(n) Aufsichtsbehörde(n) im Heimatstaat des Unternehmens muss bzw. müssen mit der BaFin auf zufriedenstellende Weise kooperieren (z. B. im Rahmen einer Absichtserklärung);
  - Das Unternehmen muss eine Bestätigung der zuständigen Aufsichtsbehörde(n) in seinem Heimatstaat zur Verfügung stellen, gemäß welcher das Unternehmen alle erforderlichen Lizenzen für eine grenzüberschreitende Bereitstellung von Dienstleistungen nach Deutschland eingeholt hat, die Aufnahme einer solchen Dienstleistungserbringung keine Bedenken verursacht und die zuständige(n) Aufsichtsbehörde(n) im Heimatstaat des Unternehmens im Falle später auftretender Bedenken die BaFin entsprechend informieren werden; und
  - Das Unternehmen muss in Deutschland einen Zustellungsbevollmächtigten benennen.
- Obwohl die BaFin betont, dass Ausnahmeregelungen von Fall zu Fall entschieden werden, gelten die folgenden Kriterien laut BaFin für den jeweiligen Umfang der Ausnahmeregelung:
  - Institutionelle Anleger / Interbankengeschäfte:
    - Für institutionelle Anleger / Interbankengeschäfte kann eine Ausnahmeregelung generell in Bezug auf alle nach KWG erlaubnispflichtigen Tätigkeiten gewährt werden.
    - Als institutionelle Anleger gelten hierbei der Bund, die Länder sowie die kommunalen Gebietskörperschaften und deren Einrichtungen; Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute i.S.d. KWG, private und öffentliche Versicherungsunternehmen sowie Aktiengesellschaften mit einer Bilanzsumme von mindestens EUR 20 Mio., mit einem Jahresumsatz von mindestens EUR 40 Mio. bzw. mit 250 Mitarbeitern im Jahresdurchschnitt (oder mit einer Kombination dieser Faktoren) oder Aktiengesellschaften, deren Aktien oder sonstige Finanzinstrumente an einem regulierten Markt notiert sind;
  - Privatkunden:
    - Gegenüber Privatkunden sind grundsätzlich alle nach dem KWG erlaubnispflichtigen Aktivitäten freistellungsfähig, wenn die Geschäfte über die Vermittlung eines deutschen Kreditinstituts oder eines EWR-Instituts, dessen Erlaubnisumfang dem eines deutschen Kreditinstituts entspricht und dessen Tätigkeiten von dem Europäischen Pass i.S.v. EKR/MiFID gedeckt sind, zustande kommen.
    - Nach erfolgter Anbahnung der Kundenbeziehung kann sich das Unternehmen mit Sitz außerhalb des EWR dann im Rahmen der bestehenden Geschäftsbeziehung direkt an den Kunden wenden.



### Mögliche Minimierungsmaßnahmen innerhalb der Branche

In der Praxis ist es wahrscheinlich, dass unterschiedliche EU27-Mitgliedstaaten unterschiedliche Strategien anwenden - manche werden den Zugang gestatten, und manche werden dies nicht tun. Die Bedingungen für einen solchen Zugang werden mit Wahrscheinlichkeit ebenfalls von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat variieren. Im Ergebnis sind Unternehmen nur ungern dazu bereit, sich hierauf im Rahmen ihrer Worst-Case-Szenario-Planung zu verlassen; stattdessen ziehen sie in Erwägung, ihre EU27-Kunden ab dem Brexit-Stichtag über ihre EU27-Niederlassungen zu bedienen.

Dienstleister mit Sitz in Großbritannien mit Kunden in den EU27 könnten versuchen, diese Kundenbeziehungen auf eine EU27-Tochter zu übertragen, um Unterbrechungen hinsichtlich ihrer Fähigkeit zur Kundenbedienung zu vermeiden.<sup>33</sup>

Dies wirkt äußerst störend auf den Geschäftsbetrieb, erfordert wesentliche Änderungen in Bezug auf juristische und betriebliche Verfahren und geht mit signifikanten Kosten einher:

- Die EU27-Tochter müsste errichtet (soweit sie nicht schon besteht) und entsprechend mit Kapital ausgestattet werden;
- Zusätzliche Mitarbeiter und Büroräumlichkeiten wären sodann für eine weitere Bedienung der EU27-Kunden über die EU27-Tochter erforderlich. Die Human- und sonstigen Ressourcen in Großbritannien müssten sodann wahrscheinlich entsprechend reduziert werden;
- Bestehende Kundenbeziehungen müssten neu dokumentiert werden. Hierbei handelt es sich um ein groß angelegtes Verfahren, das sich potenziell auf Hunderte oder gar Tausende von Kunden und Tausende von Verträgen bezieht. Die Erfahrung in der Vergangenheit mit Neudokumentierungen hat gezeigt, dass ein solches Verfahren zwei bis drei Jahre in Anspruch nehmen kann, bis es in Bezug auf alle Kunden abgeschlossen ist. Während größere Kunden mit Wahrscheinlichkeit vorrangig behandelt würden, besteht ein sehr reales Risiko dahingehend, dass kleineren Kunden der Nachrang gegeben würde, so dass diese potenziell vom Marktzugang ausgeschlossen wären, bis die Neudokumentierung abgeschlossen ist;
- Indirekte Clearing-Ketten könnten unter Umständen länger werden; dies würde zu einem erhöhten Dokumentationsbedarf führen und die Komplexität des Clearing-Verfahrens für den EU27-Kunden weiter erhöhen; und
- Falls das britische Unternehmen nicht mehr als Clearing-Mitglied der EU27-ZGP auftreten kann, so dass die EU27-Tochter im Anschluss diese Rolle für EU27-Kunden wahrnehmen muss, ergeben sich hieraus zahlreiche weitere Konsequenzen und Kosten. Diese Aspekte sind vorstehend in größerem Detail besprochen.<sup>34</sup>

<sup>33</sup> z. B. AGB, Give-Up-Vereinbarungen usw.

<sup>34</sup> Siehe den Abschnitt dieses Whitepapers mit der Überschrift „Übertragung von Clearing-Mitgliedschaften der EU27-ZGP von einer britischen Niederlassung auf eine EU27-Niederlassung“.

### Übertragung von Clearing-Mitgliedschaften der EU27-ZGP von einer britischen Niederlassung auf eine EU27-Niederlassung

Es bestehen derzeit in der EU keine generell geltenden regulatorischen Anforderungen dahingehend, dass Mitglieder von EU27-ZGP in einem EU-Mitgliedstaat ansässig sein müssen.<sup>35</sup> Während die Bereitstellung von Clearing-Diensten für Kunden nicht *per se* einer Wertpapierdienstleistung oder Anlagetätigkeit i.S.v. Anhang I zu MiFID II entspricht, erfordert sie jedoch doch die Zurverfügungstellung derart regulierter Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten. Somit könnte man davon ausgehen, dass britische Niederlassungen von Clearing-Brokern, die nach dem Brexit-Stichtag weiterhin Clearing-Dienste für Kunden als Clearing-Mitglied einer EU27-ZGP anbieten möchten, von der ESMA (in Bezug auf ihr Großkundengeschäft) als Drittlandfirmen i.S.v. Art. 46 MiFIR registriert sein müssen.

#### Worst-Case-Szenario

Britische Niederlassungen von Clearing-Brokern können von der ESMA für die Zeit ab dem Brexit-Stichtag (in Bezug auf ihr Großkundengeschäft) nicht als Drittlandfirmen i.S.v. Art. 46 MiFIR registriert werden und sind somit effektiv nicht in der Lage, ihren EU27-Kunden ihre Leistungen von Großbritannien aus anzubieten.

#### Mögliche Minimierungsmaßnahmen seitens Gesetzgebungs- und

##### Regulierungsgremien

**PRÄFERIERTES ERGEBNIS:** Kurzfristig könnten EU27-Mitgliedstaaten bestätigen, dass sie es britischen Unternehmen nach dem jeweils anwendbaren nationalen Recht weiterhin gestatten werden, EU27-Großkunden zu bedienen und Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten i.S.v. MiFID II in dem betreffenden EU-Mitgliedstaat anzubieten, ohne dass es hierzu der Errichtung einer Niederlassung oder Zweigstelle vor Ort bedarf. Mittelfristig:

- könnte die Europäische Kommission einen Gleichwertigkeitsbeschluss i.S.v. Art. 47 MiFIR in Bezug auf Großbritannien fassen;
- könnten die britischen Aufsichtsbehörden und die ESMA Kooperationsvereinbarungen i.S.v. Art. 47(2) MiFIR eingehen; und
- könnte die ESMA sodann britische Niederlassungen als Drittlandfirmen i.S.v. Art. 46 MiFIR registrieren.

<sup>35</sup> Soweit uns bekannt ist, zieht es derzeit jedoch mindestens eine EU27-ZGP in Erwägung, eine Vorschrift dahingehend zu erlassen, dass ihre Clearing-Mitglieder in einem EU27-Mitgliedstaat angesiedelt sein müssen.

### Mögliche Minimierungsmaßnahmen innerhalb der Branche

Anstelle einer weiteren Nutzung ihrer britischen Niederlassungen als Clearing-Mitglied von EU27-ZGP für das gesamte Kundengeschäft könnten Clearing-Broker im Prinzip:

- zukünftig eine EU27-Niederlassung als Clearing-Broker für EU27-ZGP im Hinblick auf ihr Clearing-Geschäft für EU27-Kunden einsetzen; und
- weiterhin eine britische Niederlassung als Clearing-Broker für EU27-ZGP im Hinblick auf ihr Clearing-Geschäft für Kunden in Drittländern einsetzen.
- Eine solche Zweiteilung von Unternehmen im Zusammenhang mit Clearing-Diensten für Kunden in Bezug auf eine EU27-ZGP führt jedoch zu:
  - **fragmentierter Liquidität:** entweder weil (i) manche Kunden über eine britische Niederlassung und andere Kunden über eine EU27-Niederlassung gecleart werden, oder weil (ii) manche Transaktionen über eine britische ZGP und andere gleichwertige Transaktionen über eine EU27-ZGP gecleart werden;
  - **erhöhten Kapitalkosten:** weil der Dienstleister sowohl eine britische Niederlassung als auch eine EU27-Niederlassung, und nicht nur eine britische Niederlassung, mit Kapital ausstatten muss, so dass bestehende Ausgleichsvorteile im Wege eines Clearings über ein einziges Unternehmen reduziert werden;
  - **Einem erhöhten Kapitalbedarf aufgrund der negativen Auswirkung der Leverage-Ratio:** weil die Aufteilung des Kundenportfolios auf zwei Niederlassungen die Ausgleichsvorteile reduziert und sich so die Leverage-Ratio des Clearing-Brokers erhöht, so dass (aufgrund des Verlusts der Ausgleichsvorteile) wesentlich mehr Kapital für das Clearing des Kundenportfolios als in der Vergangenheit, als alle Clearing-Aktivitäten noch über ein einziges Unternehmen stattfanden, erforderlich ist;
  - **erhöhten Margenerfordernissen:** aufgrund des Verlusts von Ausgleichsvorteilen über das gesamte Kundenportfolio hinweg – das Ausmaß, in dem der Verlust von Margennutzen eines Multiwährungsportfolios hinsichtlich einer britischen ZGP anhand der Effizienzen, die sich aus dem Clearing einer Vielfalt von auf Euro lautenden Produkten (z. B. Swaps, Repos, Futures usw.) ergeben, minimiert werden kann, variiert von Portfolio zu Portfolio;
  - **erhöhten Ausfallfondsanforderungen:** wegen des Verlusts der Ausgleichsvorteile und aufgrund der Tatsache, dass der Clearing-Broker nunmehr zwei Mitgliedschaften (i) für dieselbe ZGP (eine britische Niederlassung und eine EU27-Niederlassung des Clearing-Mitglieds) oder (ii) für zwei verschiedene ZGP (eine britische ZGP und eine EU27-ZGP) aufrecht erhalten muss;
  - **maßgeblichen Betriebsrisiken:** (i) im Falle, dass Kunden-Positionen und -Assets von einer ZGP auf eine andere ZGP übertragen werden sollen und/oder (ii) infolge des Erfordernisses, dass Kundenportfolios auf zwei Portfolio-Standorte anstelle eines Einzelstandorts aufgeteilt werden müssen. Hierzu gehören nicht nur reine Betriebsaspekte, sondern auch Änderungen zu juristischen Vereinbarungen usw.; und
  - **Liquiditätsrisiken:** im Falle, dass neue Liquiditätsvereinbarungen für eine EU27-Niederlassung, die Clearing-Dienste für Kunden anbieten soll, arrangiert werden müssen; all dies kann dazu führen, dass die Geschäftstätigkeit wirtschaftlich unrentabel wird. In einem solchen Falle können sich Clearing-Broker zu einer Geschäftsaufgabe anstatt zu einer Neumodellierung ihres Geschäfts entscheiden. Dies würde den Zugang zu Clearing-Diensten für Endnutzer weiter einschränken.

Eine weitere Alternative, die potenziell zur Minimierung eines Teils der obigen Problemstellungen im Hinblick auf Fragmentierung und Leverage-Ratio beitragen kann, bestünde darin, dass der Clearing-Broker Clearing-Dienste für alle EU27-ZGP im Hinblick auf alle Kunden (nicht nur EU27-Kunden) vom Standort seiner EU27-Niederlassung aus anbietet.

Jegliche Transfers von Kundenbeziehungen von einer britischen Niederlassung auf eine EU27-Niederlassung würden nicht nur eine Neudokumentierung der Beziehung zwischen dem Kunden und dem Broker, sondern auch eine Neuformulierung der „Give Up“-Vereinbarungen zwischen dem Kunden, dem Execution-Broker und dem Clearing-Broker erfordern. Darüber hinaus würde dies auch die Übertragung / Neubuchung von Positionen und verbundenen Sicherheiten erfordern, soweit die ZGP über kein standardmäßiges Portierungsverfahren verfügt (solche Dienste sind häufig für Netto-Gemeinschaftskonten nicht verfügbar, weil die Überschreitung von Ausgleichssätzen erhöhte Sicherheiten erfordert). Eine solche Maßnahme ist extrem ressourcenintensiv – die Erfahrung eines



## Die Auswirkungen eines „No-Deal Brexit“ auf die Branche für geclearte Derivate

Clearing-Brokers, der Kunden von einer Niederlassung auf eine andere Niederlassung übertrug, zeigte, dass das gesamte Verfahren bis zu zwei Jahre in Anspruch nehmen kann.

### Verlust des „direkten elektronischen Zugangs“ zu den Handelsplätzen der EU27 von Großbritannien aus

#### Worst-Case-Szenario

Es bestehen derzeit keine generell geltenden Anforderungen dahingehend, dass Mitglieder von EU27-Handelsplätzen in einem EU-Mitgliedstaat ansässig sein müssen.

Gemäß MiFID II müssen die regulierten Märkte der EU27 ihren Mitgliedern / Teilnehmern, bei denen es sich um Anbieter von „direktem elektronischen Zugang“ („DEZ“) handelt, jedoch vorschreiben, dass sie entweder als Investmentunternehmen oder als Kreditinstitut zugelassen sein müssen. Im Rahmen einer Frage- und Antwortsitzung mit der ESMA wurde jüngst klargestellt, dass Unternehmen von außerhalb der EU (einschließlich solcher, die in einer gleichgestellten Rechtsordnung lizenziert sind) nicht zur Bereitstellung von DEZ befugt sind. Ein Unternehmen mit Sitz außerhalb der EU27 (eine „Drittlandfirma“) kann somit nicht als Investmentunternehmen oder Kreditinstitut zugelassen werden. Ohne geeignete Minimierungsmaßnahmen kann ein in Großbritannien ansässiges Mitglied eines EU27-Handelsplatzes, das als DEZ-Anbieter auftritt, somit solche Leistungen nicht mehr von Großbritannien aus anbieten.

Dieses politische Erfordernis könnte zu einem reduzierten Zugang zu EU27-Handelsplätzen führen und somit aufgrund einer geringeren Anzahl von DEZ-Anbietern eine verringerte Liquidität und/oder Konzentration von Aktivität nach sich ziehen.

Was deren relative Wichtigkeit und Auswirkungsausmaß angeht, sind diese Arten von Durchführungsproblemen zu guter Letzt weniger störend als die Problemstellungen in Bezug auf Clearing-Aktivitäten, die an anderer Stelle in diesem Whitepaper besprochen werden; die beiden Bereiche sind jedoch miteinander verbunden.

Erhöhte Kosten würden sich in der nachstehend beschriebenen Weise aus einer Umstrukturierung von DEZ-Anbietern ergeben.

#### Mögliche Minimierungsmaßnahmen innerhalb der Branche

Ohne jegliche regulatorischen Zugeständnisse kann ein in Großbritannien ansässiges Mitglied eines EU27-Handelsplatzes, das als DEZ-Anbieter auftritt, somit gegebenenfalls den folgenden Pflichten unterliegen:

- Einrichtung einer Präsenz in einem EU27-Mitgliedstaat, so dass es als Investmentunternehmen oder Kreditinstitut zugelassen werden (und somit den Kunden der Gruppe im Hinblick auf EU27-Handelsplätze weiterhin DEZ-Dienste anbieten) kann; oder
- Umstrukturierung seiner Geschäftstätigkeit derart, dass es kein DEZ-Anbieter mehr ist.

Falls sie nicht schon bereits existiert, müsste die betreffende EU27-Niederlassung errichtet sowie mit Kapital, Mitarbeitern und sonstigen Ressourcen ausgestattet werden. Die EU27-Niederlassung, die DEZ anbietet, müsste ihre eigene Beziehung zu einem Clearing-Broker aufbauen (soweit eine solche noch nicht besteht), die Mitgliedschaft bei den jeweiligen EU27-Handelsplätzen beantragen (soweit sie nicht bereits Mitglied ist) und mit den vor Ort geltenden Geschäftsgebahrenserfordernissen konform gehen. Bestehende „Give Up“-Dokumentation müsste außerdem entsprechend geändert werden, um der Änderung des Execution-Brokers von der britischen Niederlassung zur EU27-Niederlassung Rechnung zu tragen.

### Verlust des Zugangs zu Marktteilnehmern in Großbritannien für EU27-Handelsplätze

Der Umfang, in dem EU27-Handelsplätze Unternehmen in Großbritannien nach dem Brexit-Stichtag nach britischem Recht weiterhin bedienen werden können, ist derzeit noch nicht klar: Werden in Großbritannien errichtete Unternehmen in der Lage sein, Derivate-Transaktionen unter Einhaltung einer zwingenden Handelspflicht in Bezug auf Derivate nach britischem Recht über EU27-Handelsplätze durchzuführen? Werden eine Äquivalenz-Bewertung, eine wechselseitige EU27-Anerkennung sowie Kooperationsvereinbarungen zwischen Großbritannien und der EU als aufschiebende Bedingungen für die Gewährung eines solchen Zugangs erforderlich sein? Nach dem Verständnis der FIA beabsichtigt die britische Regierung, ihre Vorschriften zum Brexit-Stichtag im Rahmen des rechtlichen Umsetzungsverfahrens (EU-Recht in britisches Recht) komplett an die EU-Vorschriften anzupassen. Da diese Maßnahmen nach MiFIR hinsichtlich der zwingenden Handelspflicht nach EU-Recht erforderlich sind, geht die FIA davon aus, dass diese Erfordernisse für alle EU27-Handelsplätze gelten werden, die in der Lage sein möchten, von britischen Unternehmen nach dem Brexit-Stichtag zur Erfüllung ihrer zwingenden Handelspflicht in Bezug auf Derivate nach Maßgabe der an MiFIR angelehnten britischen Rechtsvorschriften eingesetzt zu werden.

Bestätigungen dahingehend, wie – und ob – Großbritannien seine Vorschriften in Bezug auf „anerkannte überseeische Investment-Börsen“ (engl. *Recognised Overseas Investment Exchanges*; „ROIE“) ändern wird, sowie des Umfangs, in dem Großbritannien es britischen Unternehmen weiterhin gestatten wird, als Handelsmitglieder von EU27-Handelsplätzen aufzutreten, stehen noch aus.

#### Worst-Case-Szenario

Verlust des Zugangs für britische Marktteilnehmer zu EU27-Handelsplätzen, mit der Folge einer reduzierten Liquidität an diesen Handelsplätzen und einer verringerten Auswahl von Handelsplätzen für britische Unternehmen für die Erfüllung ihrer zwingenden Handelspflichten nach britischem Recht.

#### Mögliche Minimierungsmaßnahmen seitens Gesetzgebungs- und Regulierungsgremien

**PRÄFERIERTES ERGEBNIS:** Die FIA fordert die britischen Aufsichtsbehörden auf, öffentliche Stellungnahmen dazu abzugeben, (i) wie sie sich den Ablauf der ROIE-Vorschriften nach dem Brexit-Stichtag vorstellen; (ii) ob und auf welcher Grundlage sie es britischen Unternehmen weiterhin gestatten werden, als Mitglieder von EU27-Handelsplätzen aufzutreten; und (iii) ob und auf welcher Grundlage britische Unternehmen in der Lage sein werden, zukünftige zwingende Handelspflichten nach britischem Recht im Wege einer Durchführung von zulässigen Derivatetransaktionen über EU27-Handelsplätze zu erfüllen.

Der einfachste Ansatz könnte eine automatische „Anerkennung“ aller Handelsplätze nach britischem Recht sein, bei welchen es sich zum Brexit-Stichtag um regulierte Märkte, MTFs, OTFs oder Drittland-Handelsplätze i.S.v. MiFID II handelt.

#### Mögliche Minimierungsmaßnahmen innerhalb der Branche

Zur Minimierung eines potenziellen Verlusts des Zugangs zum britischen Markt könnten EU27-Handelsplätze zur Aufrechterhaltung ihres Zugangs die Errichtung eines Handelsplatzes in Großbritannien in Erwägung ziehen. Eine Umsetzung dieser Maßnahme bis zum 30. März 2019 würde aufgrund der betrieblichen und kommerziellen Komplexität sowie der erforderlichen aufsichtsrechtlichen Genehmigungen eine Herausforderung darstellen.

Britische Unternehmen könnten versuchen, die betreffenden Geschäfte über EU-Niederlassungen zu führen.

### Zugang zu EU27-ZGP von Großbritannien aus

Es ist noch unklar, ob EU27-ZGP nach britischem Recht wieder als „anerkannte überseeische Clearing-Häuser“ (engl. *Recognised Overseas Clearing Houses*) gelten werden können.

#### Worst-Case-Szenario

Verlust des Zugangs für britische Marktteilnehmer zu EU27-ZGP, mit der Folge einer reduzierten Liquidität an diesen ZGP und einer verringerten Auswahl von ZGP für britische Unternehmen für die Erfüllung ihrer zwingenden Clearingpflichten nach britischem Recht.

#### Mögliche Minimierungsmaßnahmen seitens Gesetzgebungs- und Regulierungsgremien

**PRÄFERIERTES ERGEBNIS:** Um sich mit diesen und weiteren unsicheren Aspekten nach britischem Recht auseinanderzusetzen, könnten das britische Finanzministerium und die britischen Regulierungsbehörden:

- klare Aussagen dahingehend machen, ob und wie sie eine Anwendung der Vorschriften über „anerkannte überseeische Clearing-Häuser“ auf nicht-britische zentrale Gegenparteien ermöglichen werden: Werden sie ihr Regelwerk ändern, damit die britischen Vorschriften über „anerkannte überseeische Clearing-Häuser“ gemäß s292 FSMA 2000 erneut auf zentrale Gegenparteien Anwendung finden können (dies war seit der Umsetzung von EMIR im Jahre 2013 nicht mehr möglich), damit diese weiterhin britische Unternehmen bedienen können? Oder wird ein anderweitiger Mechanismus greifen?
- es EU27-ZGP im erforderlichen Maße gestatten, jetzt Anträge auf die jeweiligen aufsichtsrechtlichen Autorisierungen bzw. Freistellungen nach britischem Recht einzureichen, so dass diese zum Brexit-Stichtag unter Dach und Fach sind. Der einfachste Ansatz könnte eine automatische „Anerkennung“ aller Handelsplätze nach britischem Recht sein, bei welchen es sich zum Brexit-Stichtag um regulierte Märkte, MTFs, OTFs oder Drittland-Handelsplätze i.S.v. MiFID II handelt;
- rechtzeitig bis zum Brexit-Stichtag relevante regulatorische Kooperationsvereinbarungen mit den EU27-Aufsichtsbehörden eingehen; und
- bestätigen, dass es britischen Unternehmen nach britischem Recht gestattet sein wird, Mitglieder von EU27-ZGP zu sein und anerkannte EU27-ZGP zur Erfüllung zukünftiger zwingender Clearingpflichten nach britischem Recht einzusetzen.

### Zugang zu den Transaktionsregistern der EU27 von Großbritannien aus

Wie vorstehend erwähnt, haben 5 der 7 Transaktionsregister, die derzeit von der ESMA anerkannt sind, ihren Sitz in Großbritannien. Somit berichten in Großbritannien errichtete Unternehmen typischerweise an Transaktionsregister in Großbritannien. Es gibt jedoch auch Ausnahmen hiervon. Uns sind derzeit keine öffentlichen Stellungnahmen seitens der britischen Regierung oder britischer Aufsichtsbehörden hinsichtlich des zukünftigen Zugangs zu EU27-Transaktionsregistern durch Unternehmen in Großbritannien oder hinsichtlich etwaiger EU-Vorschläge zur Einschränkung des Zugangs auf EU27-Transaktionsregister durch britische Unternehmen nach dem Brexit-Stichtag bekannt.

#### Worst-Case-Szenario

Es ist unklar, ob und auf welcher Grundlage die britischen Aufsichtsbehörden weiterhin Zugang zu den Daten hätten, die bis dahin den Transaktionsregistern in den EU27 gemeldet wurden, oder ob es britischen Unternehmen weiterhin möglich wäre, EU27-Transaktionsregister zu nutzen.



## Die Auswirkungen eines „No-Deal Brexit“ auf die Branche für geclearte Derivate

### **Mögliche Minimierungsmaßnahmen seitens Gesetzgebungs- und Regulierungsgremien**

**PRÄFERIERTES ERGEBNIS:** ESMA, die Europäische Kommission und die britischen Aufsichtsbehörden könnten mit dem Abschluss von Kooperationsvereinbarungen mit den britischen Aufsichtsbehörden beginnen, damit diese bis zum Brexit-Stichtag unter Dach und Fach sein könnten. Dieser Ansatz wäre hilfreich bei der Erreichung eines ununterbrochenen Zugangs auf die Handelsdaten, die bei EU27-Transaktionsregistern gespeichert sind (sowohl in Bezug auf vergangene als auch zukünftige Transaktionen), durch die britischen Aufsichtsbehörden.

### **Mögliche Minimierungsmaßnahmen innerhalb der Branche**

Um sicherzustellen, dass sie weiterhin ohne Unterbrechung britische Kunden bedienen können, könnten EU27-Transaktionsregister versuchen, ihren Geschäftsbetrieb nach Großbritannien zu verlegen.



### TEIL 2: ÜBERGANGSVEREINBARUNGEN

In diesem Abschnitt legen wir die Sichtweise der FIA dazu dar, wie Übergangsvereinbarungen funktionieren sollten. Hinsichtlich der politischen Gründe für die Umsetzung eines Übergangszeitraums verweisen wir auf die schriftliche Eingabe<sup>36</sup>, die am 31. Januar 2017 von der FIA an den Finanzausschuss (*Treasury Select Committee*) des britischen Parlaments in Bezug auf die Konsultation zu den Brexit-Übergangsvereinbarungen übermittelt wurde.

Zusammenfassend ist die FIA der Ansicht, dass für die Minimierung von Unterbrechungen und für die Sicherstellung eines reibungslosen und ordnungsgemäßen Übergangs zu den nach dem Brexit-Stichtag geltenden gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen ein Übergangszeitraum unumgänglich ist.

Ein solcher Übergangszeitraum wäre hybriden Charakters und würde sich im Prinzip aus zwei Teilen zusammensetzen:

1. **aus einem Überbrückungszeitraum:** dieser würde Stillstands- und Grandfathering-Vereinbarungen umfassen, damit der „Klippeneffekt“ des Austritts Großbritanniens aus der Europäischen Union minimiert werden kann; und
2. **aus einem Anpassungszeitraum:** dieser würde der globalen Branche für geclearte Derivate außerdem die von ihr benötigte Zeit dafür geben, die erforderlichen Anpassungen auf eine solche Weise vorzunehmen, die Unterbrechungen minimiert, finanzielle Stabilität unterstützt und Betriebsrisiken reduziert.

Ein Anpassungszeitraum von mindestens zwei Jahren würde die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen rechtzeitig mit den neuen Anforderungen nach britischem und EU27-Recht konform gehen, wesentlich erhöhen, und zwar auf eine Weise, die die Bedenken in Bezug auf Finanzstabilität und Betriebsrisiken reduziert.

Insbesondere sollte sich die Branche nur an ein neues Regelwerk anpassen müssen.

Der Anpassungsteil jedes Übergangszeitraums kann erst dann beginnen, wenn das neue Arrangement vereinbart wurde und eine gesetzliche Umsetzung stattgefunden hat, so dass sich die Branche entsprechend vorbereiten und sich auf den neuen regulatorischen Rahmen umstellen kann. Es ist nicht möglich, im Rahmen eines Übergangszeitraums einen „Übergang“ umzusetzen, wenn das Endergebnis noch unsicher ist.

### Was würde die Branche während eines Übergangszeitraums tun?

Die Maßnahmen, die während eines Übergangszeitraums erforderlich wären, hängen von dem letztendlichen Status und den von den politischen Entscheidungsträgern umgesetzten Maßnahmen ab. Einige der nachstehend beschriebenen Schritte wären im Falle einer vollen Äquivalenz, Anerkennung und der Möglichkeit für britische Unternehmen, sich als Drittlandsfirmen i.S.v. Art 46 MiFIR zu registrieren, beispielsweise nicht erforderlich.

#### Execution- und Clearing-Broker

Execution- und Clearing-Broker würden einen Teil oder alle ihrer Kunden- und Marktinfrastrukturbeziehungen von ihren britischen Standorten auf ihre EU27-Niederlassungen übertragen. Hierbei handelt es sich um ein extrem komplexes rechtliches und betriebliches Verfahren, das folgende Maßnahmen involviert:

- Einholung der erforderlichen inländischen und internationalen regulatorischen Genehmigungen und Lizenzen, um es der EU27-Niederlassung zu ermöglichen, als Execution- und Clearing-Broker aufzutreten;
- Transfer von Positionen und Sicherheiten von britischen ZGP auf EU27-ZGP;

## Die Auswirkungen eines „No-Deal Brexit“ auf die Branche für geclearte Derivate

- Einrichtung der erforderlichen Finanzierungs- und Liquiditätsarrangements zur Erfüllung des erhöhten Bedarfs an Liquidität, Sicherheiten und Ausfallfondsbeiträgen infolge der Portfoliofragmentierung;
- Erhöhung der Kapitalausstattung der EU27-Niederlassungen;
- Migration und/oder komplette Neueinrichtung ganzer IT-Architekturen für EU27-Niederlassungen und Anschluss dieser an die Architektur der Gruppe;
- Transfer und Neueinstellung von Mitarbeitern für EU27-Niederlassungen;
- Erwerb neuer Büroräume an EU27-Standorten und Erweiterung bestehender Büroräume;
- Novation von „Give Up“-Dokumentation im Wege einer Übertragung von den britischen auf die EU27-Unternehmen;
- Ersetzung von Kundendokumentation zur Regelung der Beziehung zwischen dem Kunden und der EU27-Tochter – sowie Aktualisierung bestehender Dokumentationsvorlagen zur Einhaltung der neuen gesetzlichen und regulatorischen Vorschriften in Großbritannien und den EU27;
- in einigen Fällen eine komplette Neugestaltung der rechtlichen und betrieblichen Aspekte der gruppeninternen Beziehungen der Execution- und Clearing-Broker, insbesondere in Bezug auf:
  - die Durchführung und das Clearing von Transaktionen auf transatlantischer Basis (indirektes Clearing);
  - gruppeninterne Finanzierungen und Liquiditätsanforderungen usw.;
  - den Transfer von Daten zwischen Gruppenunternehmen nach Maßgabe der europäischen Datenschutz-Grundverordnung (DSGVO);
- soweit möglich und soweit diese noch nicht bestehen, die Einrichtung von Mitgliedschaften bei EU27-Handelsplätzen und -ZGP – hierbei handelt es sich um eine signifikante rechtliche und betriebliche Maßnahme, die vor ihrer Umsetzung umfassender Probeläufe bedarf;
- soweit möglich und soweit diese noch nicht bestehen, die Einrichtung von Beziehungen mit Ersatz-Transaktionsregistern;
- Einholung aktualisierter Gutachten zu Ausgleichs- und Durchsetzungsfragen;
- Aufgabe bestimmter bestehender Ressourcen in Großbritannien; und
- wie vorstehend in diesem Whitepaper ausgeführt, die verschiedenen Herausforderungen in Bezug auf den Transfer von bestehenden Transaktionen (soweit erforderlich).

Diejenigen Unternehmen, die der Ansicht sind, dass die vorstehenden Schritte zu einer unzureichenden Rentabilität ihrer Clearing-Leistungen in Bezug auf Derivate für Kunden (bzw. zu Null Rentabilität) hinsichtlich ihrer EU27-Kunden führen würden, würden den Übergangszeitraum zur „Ablegung“ von Kunden, zum Transfer von Kundenbeziehungen auf alternative Anbieter und zur Aufgabe ihrer bestehenden Franchise nutzen. Die Aufrechterhaltung des Zugangs zu EU27-Handelsplätzen und -ZGP über EU27-Niederlassungen für Kunden außerhalb der EU27 würde sich mit Wahrscheinlichkeit einfacher und weniger teuer gestalten.

### Britische Handelsplätze, ZGP und Transaktionsregister

Britische Handelsplätze, ZGP und Transaktionsregister würden:

- die jeweiligen regulatorischen Genehmigungen gemäß EMIR und MiFIR beantragen, damit sie in der Lage wären, die EU27-Marktinfrastruktur, -Mitglieder und -Endnutzer zu bedienen;
- ihre Regularien derart anpassen, dass diese die neuen britischen (und ggf. EU-weiten) Gesetze widerspiegeln, die ab dem Ende des Übergangszeitraums anwendbar sein werden; und
- bei gleichzeitiger Durchführung von Kunden- und Geldwäschechecks sowie IT-Tests usw. neue Mitgliedschaftsanträge in Betracht ziehen und umsetzen.



## Die Auswirkungen eines „No-Deal Brexit“ auf die Branche für geclearte Derivate

### Handelsplätze, ZGP und Transaktionsregister in den EU27

Handelsplätze, ZGP und Transaktionsregister in den EU27 würden:

- die jeweiligen regulatorischen Genehmigungen und/oder Freistellungen gemäß den neuen britischen regulatorischen Vorschriften beantragen, damit sie in der Lage wären, die Marktinfrastruktur, Mitglieder und Endnutzer in Großbritannien zu bedienen;
- ihre Regularien derart anpassen, dass diese die neuen EU-weiten Gesetze widerspiegeln, die ab dem Ende des Übergangszeitraums anwendbar sein werden; und
- bei gleichzeitiger Durchführung von Kunden- und Geldwäschechecks sowie IT-Tests usw. neue Mitgliedschaftsanträge in Betracht ziehen und umsetzen.

### TEIL 3: FAZIT – PRÄFERIERTES ERGEBNIS DER FIA-MITGLIEDER

In diesem Abschnitt erläutern wir das von den FIA-Mitgliedern präferierte Ergebnis sowie die zentralen Schritte, die für dessen Erreichung erforderlich sind. Während die Branche in der Lage ist, einige der vorstehend erläuterten Minimierungsmaßnahmen umzusetzen, stellen diese keine perfekte Lösung dar. Ihre Umsetzung würde in allen Fällen zu signifikanten Kosten, einer wesentlichen Fragmentierung und potenziell zu einem verringerten Zugang zu Handels- und Clearingeinrichtungen für Derivate sowohl in Großbritannien als auch in den EU27 führen.

Die EU27 und Großbritannien können bereits jetzt eine Vielzahl von Maßnahmen umsetzen, die faire und sichere Märkte nach Maßgabe ihrer regulatorischen Zielsetzungen fördern würden, ohne dass sie hierbei auf eine Vereinbarung der Übergangsregelungen warten müssten. Ein solcher Ansatz seitens der politischen Entscheidungsträger würde die Qualität der Eventualplanung der Branche verbessern, unnötige Ausgaben vermeiden und eine übermäßige Marktfragmentierung verhindern.

Wie vorstehend detaillierter dargestellt, haben sowohl die EU27 als auch Großbritannien als auch Drittländer jeweils ein Interesse an:

- **einer Minimierung der potenziellen Unterbrechungen im Zusammenhang mit Brexit:** Diese Zielsetzung kann durch eine Kombination folgender Faktoren erreicht werden: (i) Großbritannien und die EU27 einigen sich auf einen Übergangszeitraum, der sich aus einem Stillstandszeitraum und einem Anpassungszeitraum zusammensetzt, wobei der letztere mindestens zwei Jahre umfassen sollte; (ii) regulatorische Minimierungsmaßnahmen; und (iii) bestimmte Minimierungsmaßnahmen seitens Branchenteilnehmern;
- **der Vermeidung einer Fragmentierung der Märkte für geclearte Derivate:** Diese Zielsetzung kann im Wege bilateraler Äquivalenz- und Anerkennungsvereinbarungen sowie durch den Abschluss von Vereinbarungen zwischen Großbritannien und den EU27 in Bezug auf einen erweiterten Datenaustausch, regulatorische Zusammenarbeit und Koordinierungsmaßnahmen erreicht werden; und
- **einer umfassenden Aufrechterhaltung des Zugangs zu globalen Liquiditätspools:** Diese Zielsetzung lässt sich dadurch erreichen, dass Großbritannien und die EU27 einander Äquivalenz in Bezug auf ihre jeweiligen regulatorischen Vorschriften gewähren, ihre jeweiligen Marktinfrastrukturen anerkennen und es Kunden in ihren jeweiligen Rechtsordnungen gestatten, Execution- und Clearing-Broker mit Sitz in der jeweils anderen Rechtsordnung in Anspruch zu nehmen. Die britischen Aufsichtsbehörden sollten außerdem bilaterale Anerkennungsvereinbarungen mit anderen Drittländern eingehen, um ab dem Brexit-Stichtag einen wechselseitigen Marktzugangsverlust zu vermeiden.

### Somit stellen sich die von den FIA-Mitgliedern präferierten Ergebnisse wie folgt dar:

#### Minimierung von Unterbrechungen

Für die gesamte Dauer des Jahres 2017 hat die FIA die Regierungen von Großbritannien und der EU27 aufgefordert, sich vor Jahresablauf auf einen eindeutigen bilateralen Deal in Bezug auf die Übergangsregelungen zu einigen und eine zukünftige Beziehung zwischen Großbritannien und den EU27 anzubahnen, die sich mit den in diesem Whitepaper behandelten Bedenken auseinandersetzt. Ein solcher Deal in Bezug auf Übergangsregelungen sollte so schnell wie möglich vereinbart werden.

Ein solcher Übergangszeitraum wäre hybriden Charakters und würde sich im Prinzip aus zwei Teilen zusammensetzen:

1. aus einem Überbrückungszeitraum: dieser würde Stillstands- und Grandfathering-Vereinbarungen umfassen, damit der „Klippeneffekt“ des Austritts Großbritanniens aus der Europäischen Union minimiert werden kann; und
2. aus einem Anpassungszeitraum: dieser würde der globalen Branche für geclearte Derivate außerdem die von ihr benötigte Zeit dafür geben, die erforderlichen Anpassungen vorzunehmen, um mit den neuen regulatorischen Vorschriften konform gehen zu können.

Ein Anpassungszeitraum von mindestens zwei Jahren würde die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen rechtzeitig mit den neuen Anforderungen nach britischem und EU27-Recht konform gehen, wesentlich erhöhen, und zwar auf eine Weise, die die Bedenken in Bezug auf Finanzstabilität und Betriebsrisiken reduziert.

Insbesondere sollte sich die Branche nur an ein neues Regelwerk anpassen müssen, d. h. es sollten während des Übergangszeitraums keine neuen regulatorischen Vorschriften Anwendung finden.

Hinsichtlich der politischen Gründe für die Umsetzung eines Übergangszeitraums verweisen wir auf die schriftliche Eingabe<sup>37</sup>, die am 31. Januar 2017 von der FIA an den Finanzausschuss (*Treasury Select Committee*) des britischen Parlaments in Bezug auf die Konsultation zu den Brexit-Übergangsvereinbarungen übermittelt wurde.

#### Kooperation anstelle von erzwungener Fragmentierung

Die FIA setzt sich stark dafür ein, dass die Regulierungs- und Aufsichtsbehörden von Großbritannien und der EU27 Vereinbarungen in Bezug auf erweiterten Datenaustausch, regulatorische Zusammenarbeit und Koordinierungsmaßnahmen eingehen, um ihre wechselseitigen begründeten Bedenken auszuräumen, und nicht solche regulatorischen Strategien (wie beispielsweise den „zwangsweisen Umzug“ des Derivate-Clearings) fördern, die zu einer schädigenden Fragmentierung der Märkte sowie von Kapital, Sicherheiten und Liquidität führen würden. Solche Arrangements wurden von Großbritannien bereits erfolgreich mit anderen Regulierungsbehörden in Drittländern getroffen, und diese könnten als Vorlage für ein Arrangement zwischen Großbritannien und den EU27 dienen.

### **Umfassende Aufrechterhaltung des Zugangs zu globalen Liquiditätspools:**

Der zentrale Daseinszweck der globalen Branche für geclearte Derivate besteht darin, Unternehmen bei gleichzeitiger Förderung finanzieller Stabilität effiziente Tools für die Verwaltung ihrer Risiken zur Verfügung zu stellen. Die umfangreichen Liquiditätspools, die es Unternehmen ermöglichen, bei Bedarf ein- und ausgehenden Handel mit Derivatepositionen zu wettbewerbsfähigen Preisen zu betreiben, konzentrieren sich auf verschiedene Handelsplätze und Clearing-Häuser (ZGP) rund um die Welt. Je nach Produkt kann diese Liquidität innerhalb der Marktinfrastruktur in den EU27, in Großbritannien oder in Drittländern konzentriert sein. Großbritannien und/oder den EU27 steht gegebenenfalls kein Ersatz für solche Handels- oder Clearing-Aktivitäten in Bezug auf spezifische Risikomanagementprodukte zur Verfügung. Es muss somit zwingend sichergestellt werden, dass die Teilnehmer der Märkte für geclearte Derivate in Großbritannien und den EU27 nicht von den globalen Liquiditätspools abgeschnitten werden.

Ab dem Brexit-Stichtag empfehlen die FIA-Mitglieder deshalb die nachstehenden zentralen Maßnahmen:

- i) Die EU27, ESMA und die Europäische Kommission nehmen ein sog. Grandfathering der europäischen regulatorischen Genehmigungen in Bezug auf britische Marktinfrastruktur (Handelsplätze, ZGP und Transaktionsregister) zum Brexit-Stichtag vor, während die Anträge auf Anerkennung britischer ZGP und Handelsregister nach EMIR und die Zulassung von britischen Handelsplätzen als Drittland-Handelsplätze i.S.v. MiFID II noch aussteht. Im Interesse einer Unterbrechungsminimierung sollte es der britischen Marktinfrastruktur gestattet sein, ausgefüllte Anerkennungsanträge so bald wie möglich an ESMA zu übermitteln, ohne dass in diesem Zusammenhang auf den Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union gewartet werden muss. Es ist von grundlegender Bedeutung, dass britische ZGP während des Grandfathering-Zeitraums ihren „QZGP“-Status im Sinne der KAV beibehalten können;
- ii) Die britischen Regulierungsbehörden gewähren den nachstehenden Personen mit Wirkung ab dem Brexit-Stichtag Äquivalenz und Anerkennung nach britischem Recht:
  - i.S.v. MiFID II zugelassenen EU27-Handelsplätzen;
  - i.S.v. EMIR zugelassenen EU27-ZGP; und
  - i.S.v. EMIR registrierten EU27-Transaktionsregistern.
- iii) ESMA und die britischen Regulierungsbehörden gehen die nach EMIR, MiFID II und MiFIR erforderlichen Kooperationsvereinbarungen ein, um einen bilateralen Zugang zu ihren jeweiligen Marktinfrastrukturen zu fördern. Die Vorarbeit in diesem Zusammenhang kann bereits begonnen werden, da hier kein Abwarten des tatsächlichen EU-Austritts Großbritanniens erforderlich ist;
- iv) Die Europäische Kommission räumt Großbritannien einen Gleichwertigkeitsstatus i.S.v. Art. 47 MiFIR ein, so dass ESMA in der Lage ist, britische Unternehmen i.S.v. MiFIR als Unternehmen aus Drittländern zu registrieren und es diesen Unternehmen so zu ermöglichen, ihren Kunden aus den EU27 weiterhin ihre Dienstleistungen von Großbritannien aus anzubieten;
- v) Die britischen Regulierungsbehörden gewähren Dienstleistern mit Sitz in den EU27 unter Bezugnahme auf die britischen Vorschriften hinsichtlich „überseeischer Personen“ einen entsprechenden Marktzugang zu britischen Kunden; und
- vi) Die britischen Aufsichtsbehörden besprechen bilaterale Anerkennungsvereinbarungen mit anderen Drittländern und gehen diese ein, um einen wechselseitigen Marktzugangsverlust zu vermeiden. Während zur Kenntnis genommen wird, dass der EU-Besitzstand weiterhin (vorbehaltlich erforderlicher Änderungen) Teil britischen Rechts sein wird, sollten die erwähnten neuen Arrangements mit Wirkung ab dem Brexit-Stichtag in größtmöglichem Umfang umgesetzt sein.

## ANHANG: ZUSAMMENFASSUNG DER KONSEQUENZEN EINES „NO DEAL“- SZENARIOS UND DER POTENZIELLEN MINIMIERUNGSMASSNAHMEN

### Zugang zum britischen Markt für die EU27

Problemstellung	Potenzielle Auswirkungen	Potenzielle Minimierungsmaßnahmen
<p><b>Verlust des MiFID II-Status für britische Transaktionsregister und Nichterlangen einer Anerkennung als Drittland-Handelsplatz</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Es wäre EU27-Gegenparteien nicht mehr gestattet, britische Handelsplätze zur Erfüllung ihrer zwingenden Handelspflicht i.S.v. MiFIR einzusetzen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>PRÄFERIERTES ERGEBNIS: ESMA und die Europäische Kommission könnten sich darauf einigen, die regulatorischen Autorisierungen in Bezug auf die britischen regulierten Märkte, MTFs und OTFs im Wege eines sog. Grandfathering zu schützen und Kooperationsvereinbarungen mit den britischen Behörden zu schließen, während die betreffenden Handelsplätze auf ihren Drittlandsstatus warten.</b></li> <li>■ Globale Börsengruppen könnten im Hinblick auf solche Produkte versuchen, einen EU27-Handelsplatz einzurichten.</li> <li>■ EU27-Gegenparteien könnten ihrer zwingenden Handelspflicht über EU27-MTFs, -OTFs oder äquivalente Handelsplätze in Drittländern nachkommen.</li> </ul>
<p><b>Verlust der EMIR-Zulassung für britische ZGP und Nichterlangen einer EMIR-Anerkennung</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ EU27-Teilnehmer von britischen ZGP werden nicht in der Lage sein, ihre zwingende Clearingpflicht in Bezug auf Derivate über eine britische ZGP zu erfüllen.</li> <li>■ Es wird britischen ZGP aufgrund von Lizenzierungsbeschränkungen nach Art. 25(1) EMIR untersagt, EU-Clearing-Mitglieder zu haben und Clearing-Maßnahmen für EU27-Handelsplätze vorzunehmen. Ein solches Ergebnis wäre nicht nur für britische ZGP von Nachteil, sondern auch für die betreffenden EU27-Clearing-Mitglieder, da deren internationale Wettbewerbsfähigkeit darunter leiden könnte, dass sie im Vergleich zu ihren Wettbewerbern in Drittländern in Bezug auf ihren Zugang zu einer Vielfalt von ZGP für ihre Kunden eingeschränkt wären.</li> <li>■ Falls EU27-Gegenparteien diesen Konsequenzen zukünftig durch den Einsatz von nach EMIR zugelassenen EU27-ZGP für das Clearing von Derivaten entgegenwirken, während Drittland-Gegenparteien weiterhin britische Marktinfrastruktur für das Clearing solcher Transaktionen nutzen, führt dies zu einem Risiko der Spaltung der Marktliquidität, die wiederum zu einem liquiden britischen Markt und einem vergleichsweise illiquiden, und somit teureren, Onshore-EU-Markt führen könnte.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>PRÄFERIERTES ERGEBNIS: ESMA und die Europäische Kommission könnten sich darauf einigen, die EMIR-Autorisierungen in Bezug auf britische ZGP im Wege eines sog. Grandfathering zu schützen und Kooperationsvereinbarungen mit den britischen Behörden zu schließen, während die betreffenden ZGP auf ihren EMIR-Anerkennungsstatus warten.</b></li> <li>■ Als weniger wünschenswertes Ergebnis könnten ESMA und die Europäische Kommission ihre Zustimmung dazu geben, dass EU27-Unternehmen weiterhin Clearing-Mitglieder von britischen ZGP sein können, soweit dies für eine Vereinfachung der Risikominimierung bzw. -eliminierung für britische ZGP erforderlich ist.</li> <li>■ EU27-Clearing-Mitglieder könnten versuchen, ihre bestehenden Portfolios glattzustellen und/oder diese auf eine EU27-ZGP zu übertragen. Ein grenzüberschreitender Transfer von Positionen von einer ZGP in einer Rechtsordnung auf eine ZGP in einer anderen Rechtsordnung ist jedoch bisher beispiellos und somit noch nicht geprüft. Ein solcher Massentransfer ginge mit signifikanten Markt-, Betriebs- und Liquiditätsrisiken, hohen Kosten und Änderungen in Bezug auf verschiedene bestehende juristische Beziehungen einher. Es ist unklar, ob der Markt über ausreichende Bilanzkapazität für einen solchen Transfer verfügt.</li> <li>■ Soweit eine EU27-ZGP in der Lage ist, solche Produkte zu clearn (dies ist beispielsweise im Falle bestimmter Rohstoffe nicht möglich), könnten EU27-Clearing-Mitglieder und -Gegenparteien das Clearing-Volumen in Bezug auf neue Transaktionen über EU27-ZGP anstelle von britischen ZGP erhöhen und so den Umfang etwaiger Legacy-Portfolios zum Brexit-Stichtag minimieren.</li> <li>■ Globale ZGP-Gruppen, die nicht bereits über eine EU27-ZGP verfügen, könnten versuchen, in Bezug auf solche Produkte eine EU27-ZGP einzurichten und die Portfolios entsprechend übertragen.</li> <li>■ Theoretisch könnten Marktinfrastrukturgruppen versuchen, ihre britischen ZGP mit anderen i.S.v. EMIR zugelassenen oder anerkannten ZGP betrieblich zusammenzulegen; in der Praxis ist dieser Ansatz jedoch äußerst schwierig umzusetzen.</li> <li>■ EU27-Gegenparteien könnten stattdessen ihre zwingende Clearingpflicht im Wege eines Derivate-Clearings über andere ZGP erfüllen, die i.S.v. EMIR in den EU27 zugelassen sind oder bei denen es sich um Drittland-ZGP handelt.</li> </ul>

## Zugang zum britischen Markt für die EU27 (Forts.)

Problemstellung	Potenzielle Auswirkungen	Potenzielle Minimierungsmaßnahmen
<b>Britische ZGP werden i.S.d. KAV zu nicht-qualifizierten ZGP, weil sie im Rahmen von EMIR weder zugelassen noch anerkannt sind.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Kapitalanforderungen für EU27-Unternehmen, die Clearing-Maßnahmen über britische ZGP (soweit noch zulässig) ausführen, erhöhen sich wesentlich, so dass diese ihr Clearing über britische ZGP möglicherweise komplett einstellen.</li> <li>Dies kann zu reduzierter Clearing-Aktivität und reduziertem Clearing-Zugang in Großbritannien führen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Unter Anlehnung an Art. 497 KAV könnten sich ESMA und die Europäische Kommission darauf einigen, den QZGP-Status britischer ZGP im Wege eines sog. Grandfathering zu schützen, während die betreffenden ZGP auf ihren EMIR-Anerkennungsstatus warten.</li> </ul>
<b>Finalitätsbezogene Problemstellungen für britische ZGP und Zentralverwahrsstellen im Hinblick auf ihre EU27-Mitglieder</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Im Falle der Insolvenz eines EU27-Mitglieds einer britischen ZGP oder Zentralverwahrsstelle könnten die Systemvorschriften in Bezug auf Finalität im Rahmen von nationalen Insolvenz-Rückforderungsbestimmungen und Moratoriumsbestimmungen Vorrang haben.</li> <li>Somit könnten britische ZGP und Zentralverwahrsstellen keine EU27-Mitglieder mehr zulassen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Finalitätsrichtlinie könnte derart aktualisiert werden, dass sie eine „Designierung“ von Drittlandssystemen zuließe.</li> </ul>
<b>Potenzieller Verlust der Vereinbarungen zwischen der EZB und der Bank of England in Bezug auf einen engeren Informationsaustausch und Kooperation hinsichtlich britischer ZGP sowie deren Swap-Vereinbarung.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reduzierter Zugang zu Euro-Liquidität für britische ZGP.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die EZB und die Bank of England könnten sich auf eine erneute Bestätigung ihrer Beziehung in diesen Bereichen einigen.</li> </ul>
<b>Verlust der EMIR-Registrierung für britische Transaktionsregister und Nichterlangen einer EMIR-Anerkennung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Es wäre EU27-Unternehmen gesetzlich untersagt, britische Transaktionsregister zur Erfüllung ihrer Meldepflichten i.S.v. EMIR einzusetzen</li> <li>Wesentliche Reduzierung der Branchenauswahl in Bezug auf Anbieter von Transaktionsregistern (nur 2 der 7 Transaktionsregister sind in den EU27 registriert).</li> <li>EU-Regulierungsbehörden könnten den Zugang zu bei britischen Transaktionsregistern gespeicherten Daten verlieren (bei welchen es sich um 5 der derzeit registrierten bzw. nach EMIR anerkannten 7 Transaktionsregister handelt).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESMA und die Europäische Kommission könnten sich darauf einigen, die EMIR-Registrierungen in Bezug auf britische Transaktionsregister im Wege eines sog. Grandfathering zu schützen und Kooperationsvereinbarungen mit den britischen Behörden zu schließen, während die betreffenden Transaktionsregister auf ihren EMIR-Anerkennungsstatus warten.</li> </ul>
<b>Verlust des Zugangs zu Execution- und Clearing-Brokern in den EU27 für britische Unternehmen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reduzierter reduzierten Zugang zu Ausführungs- und Clearingleistungen in den EU27 für britische Unternehmen</li> <li>Reduzierte Einnahmen für Execution- und Clearing-Broker in den EU27</li> <li>Britische Kunden müssen alternative Dienstleistungsanbieter finden</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>PRÄFERIERTES ERGEBNIS: Die britischen Aufsichtsbehörden könnten öffentlich bestätigen, dass die Freistellungsbestimmungen für „überseische Personen“ nach britischem Recht weiterhin unverändert gelten werden.</b></li> <li>EU27-Dienstleister könnten entweder: <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> eine britische Niederlassung einrichten;</li> <li><input type="checkbox"/> eine britische Zweigstelle einrichten; oder</li> <li><input type="checkbox"/> eine Freistellung für „überseische Personen“ anstreben.</li> </ul> </li> <li>Britische Kunden könnten sich vor dem Brexit-Stichtag um alternative Dienstleistungsanbieter bemühen.</li> </ul>
<b>Großbritannien verliert den Nutzen aus EU-Äquivalenzvereinbarungen mit anderen Drittländern.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verringerung oder Verlust des Marktzugangs in/aus Großbritannien in Bezug auf diese Drittländer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die britischen Regulierungsbehörden könnten sich für den Zeitraum ab dem Brexit-Stichtag um bilaterale Anerkennungsvereinbarungen mit den jeweiligen Drittländern bemühen.</li> </ul>



## Zugang zum EU27-Markt für Großbritannien

Problemstellung	Potenzielle Auswirkungen	Potenzielle Minimierungsmaßnahmen
<p><b>Verlust von Passporting-Rechten i.S.v. MiFIR und Nichterlangen des „Drittland“-Passes i.S.v. Art. 46 MiFIR für Großbritannien</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Liquiditätsfragmentierung – eine Zweispaltung von Portfolios, die sich daraus ergäbe, dass (i) eine britische Niederlassung des Clearing-Mitglieds für alle „Drittland“-Kunden und (ii) eine EU27-Niederlassung des Clearing-Mitglieds für alle EU27-Kunden Clearingleistungen vornimmt.</li> <li>■ Diese Aufteilung von Clearing-Kundenportfolios auf zwei Niederlassungen könnte zu einer Duplizierung von Clearing-Mitgliedschaften bei jeder ZGP führen (eine Mitgliedschaft für die britische Niederlassung des Clearing-Mitglieds und eine zweite Mitgliedschaft für die EU27-Niederlassung, die Clearingleistungen für EU27-Kunden erbringt), was wiederum aufgrund der Weitergabe der nachstehenden Kosten zu einem erhöhten Kostenaufwand für Endnutzer und die Realwirtschaft führt:             <ul style="list-style-type: none"> <li>□ Erhöhte Kapitalanforderungen für Clearing-Mitglieder und ihre der Aufsicht unterliegenden EU27-Kunden, was wiederum zu einem reduzierten Zugang zum Zentral-Clearing führen kann.</li> <li>□ Erhöhte Nutzung der Leverage-Ratio für Clearing-Mitglieder, weil die Berechnung der Leverage-Ratio bei der Bestimmung der Risiken des Clearing-Unternehmens die Ausgleichsvorteile über ein Portfolio hinweg berücksichtigt. Falls das Portfolio auf zwei Niederlassungen, über die Clearing-Dienste angeboten werden, aufgeteilt wird, führt dies zu einer Reduzierung der Ausgleichsvorteile, einer Erhöhung der Leverage-Ratio und entsprechend auch zu einer Erhöhung der Bilanzkapazität für die die Clearing-Dienste anbietende Gruppe insgesamt – ungeachtet dessen, dass die zu clearingenden Portfolios gleich geblieben sind und sich lediglich die Identität der eingesetzten Clearing-Broker verändert hat.</li> <li>□ Erhöhte Margenanforderungen für Clearing-Mitglieder und Endnutzer</li> <li>□ Erhöhte Ausfallfondsansforderungen für Clearing-Mitglieder</li> <li>□ Erhöhtes Betriebsrisiko</li> <li>□ Erhöhte Liquiditätserfordernisse</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>PRÄFERIERTES ERGEBNIS:</b> <b>Mittelfristig:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>□ könnte die Europäische Kommission einen Gleichwertigkeitsbeschluss i.S.v. Art. 47 MiFIR in Bezug auf Großbritannien fassen;</li> <li>□ könnten die britischen Aufsichtsbehörden und die ESMA Kooperationsvereinbarungen i.S.v. Art. 47(2) MiFIR eingehen;</li> <li>□ könnte die ESMA sodann britische Niederlassungen als Drittlandsfirmen i.S.v. Art. 46 MiFIR registrieren.</li> </ul> </li> <li>■ <b>Kurzfristig könnten EU27-Mitgliedstaaten bestätigen, dass sie es britischen Unternehmen nach dem jeweils anwendbaren nationalen Recht weiterhin gestatten werden, EU27-Großkunden zu bedienen und Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten i.S.v. MiFID II in dem betreffenden EU-Mitgliedstaat anzubieten, ohne dass es hierzu der Errichtung einer Niederlassung oder Zweigstelle vor Ort bedarf.</b></li> <li>■ Unternehmen könnten eine EU27-Niederlassung einrichten und die derzeitigen rechtlichen Beziehungen ihrer britischen Niederlassung mit EU27-Kunden (oder mit allen Kunden, für welche sie Derivate über EU27-ZGP clearen) auf diese übertragen, damit diese weiterhin in der Lage sind, sich auf den „EU-Pass“ i.S.v. MiFIR zu verlassen.</li> </ul>
<p><b>Drittlandsfirmen sind nicht in der Lage, für Kunden im Hinblick auf EU27-Handelsplätze DEZ-Leistungen anzubieten.</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Eine Reduzierung der Bereitstellung von DEZ-Leistungen für EU27-Handelsplätze, mit dem Ergebnis einer potenziellen Liquiditätsreduzierung.</li> <li>■ Erhöhte Kosten aufgrund einer Umstrukturierung von DEZ-Anbietern</li> <li>■ Verringerter Marktzugang zu EU27-Handelsplätzen und somit (aufgrund einer geringeren Anzahl von DEZ-Anbietern) verringerte Liquidität und/oder Konzentration von Aktivität.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ In Großbritannien ansässige Mitglieder von EU27-Handelsplätzen könnten entweder:             <ul style="list-style-type: none"> <li>□ eine Präsenz in einem EU27-Mitgliedstaat einrichten und ihre Handelsplatz-Mitgliedschaften auf die betreffende EU-Niederlassung übertragen; oder</li> <li>□ ihre Geschäftstätigkeit derart umstrukturieren, dass sie keine DEZ-Anbieter mehr sind.</li> </ul> </li> </ul>

## Zugang zum EU27-Markt für Großbritannien (Forts.)

Problemstellung	Potenzielle Auswirkungen	Potenzielle Minimierungsmaßnahmen
<p><b>Unsicherheit hinsichtlich des Ausmaßes, in dem es britischen Unternehmen nach dem Brexit gestattet sein wird, Mitglieder von EU27-Handelsplätzen zu sein oder ihre zwingenden Handelspflichten nach britischem Recht im Wege des Derivatehandels über EU27-Handelsplätze zu erfüllen.</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Verlust des Zugangs zu EU27-Handelsplätzen für britische Marktteilnehmer</li> <li>■ Reduzierter Zugang zum Handel</li> <li>■ Verlust des Zugangs zur Liquidität an EU27-Handelsplätzen für britische Unternehmen</li> <li>■ Eingeschränkte Auswahl von Durchführungsplätzen für britische Unternehmen für die Erfüllung ihrer zwingenden Handelspflichten nach britischem Recht</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>PRÄFERIERTES ERGEBNIS: Die britischen Regulierungsbehörden könnten bestätigen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>❑ wie Großbritannien seine Vorschriften in Bezug auf „anerkannte überseeische Investment-Börsen“ ändern wird;</li> <li>❑ ob sie eine automatische „Anerkennung“ aller EU27-Handelsplätze nach britischem Recht vorschlagen, bei welchen es sich zum Brexit-Stichtag um regulierte Märkte, MTFs, OTFs oder Drittland-Handelsplätze i.S.v. MiFID II handelt;</li> <li>❑ in welchem Umfang Großbritannien es britischen Unternehmen weiterhin gesetzlich gestatten wird, als Handelsmitglieder von EU27-Handelsplätzen aufzutreten; und</li> <li>❑ ob und auf welcher Basis britische Unternehmen zukünftig in der Lage sein werden, ihre zwingenden Handelspflichten im Wege einer Durchführung von Derivatetransaktionen über EU27-Handelsplätze zu erfüllen.</li> </ul> </li> <li>■ EU27-Handelsplätze könnten zur Bedienung des britischen Markts einen britischen Handelsplatz einrichten.</li> <li>■ Britische Unternehmen könnten versuchen, die betreffenden Geschäfte über EU-Niederlassungen zu führen.</li> </ul>
<p><b>Unsicherheit hinsichtlich des Ausmaßes, in dem es britischen Unternehmen nach dem Brexit gestattet sein wird, Mitglieder von EU27-ZGP zu sein oder ihre zwingenden Clearingpflichten nach britischem Recht im Wege des Derivate-Clearings über EU27-ZGP zu erfüllen.</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Verlust des Zugangs zu EU27-ZGP für britische Marktteilnehmer</li> <li>■ Reduzierter Zugang zum Clearing</li> <li>■ Verlust des Zugangs zur Liquidität an EU27-ZGP für britische Unternehmen</li> <li>■ Eingeschränkte Auswahl von ZGP für britische Unternehmen für die Erfüllung ihrer zwingenden Clearingpflichten nach britischem Recht.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>PRÄFERIERTES ERGEBNIS: Die britischen Aufsichtsbehörden könnten:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>❑ bestätigen, wie Großbritannien seine Vorschriften in Bezug auf „anerkannte überseeische Clearing-Häuser“ ändern wird;</li> <li>❑ es EU27-ZGP gestatten, jetzt Anträge auf die jeweiligen aufsichtsrechtlichen Genehmigungen nach britischem Recht einzureichen, so dass diese zum Brexit-Stichtag unter Dach und Fach sind;</li> <li>❑ bestätigen, ob sie eine automatische „Anerkennung“ nach britischem Recht aller ZGP, die i.S.v. EMIR zugelassen oder anerkannt sind, vorschlagen;</li> <li>❑ Kooperationsvereinbarungen mit den europäischen Regulierungsbehörden eingehen;</li> <li>❑ bestätigen, dass es britischen Unternehmen nach britischem Recht gestattet sein wird, Mitglieder solcher ZGP zu sein und anerkannte EU27-ZGP zur Erfüllung zukünftiger zwingender Clearingpflichten nach britischem Recht einzusetzen.</li> </ul> </li> <li>■ EU27-ZGP könnten zur Bedienung des britischen Markts eine britische ZGP einrichten.</li> <li>■ Britische Unternehmen könnten versuchen, die betreffenden Geschäfte über EU-Niederlassungen zu führen.</li> </ul>
<p><b>Vertragliche Unsicherheit infolge der möglichen Ungesetzlichkeit des weiteren Angebots von Clearing-Diensten an EU27-Kunden von einer Niederlassung in Großbritannien aus</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Beendigung von Verträgen zwischen Endnutzern, Execution-Brokern und Clearing-Brokern und entsprechender Marktzugangsverlust</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Execution-Broker und Clearing-Broker könnten versuchen, ihre rechtlichen Beziehungen mit ihren EU27-Kunden von ihrer britischen Niederlassung auf eine EU27-Niederlassung zu übertragen.</li> </ul>
<p><b>Verlust des Zugangs zu EU27-Transaktionsregistern für britische Marktteilnehmer</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Britische Regulierungsbehörden könnten den Zugang zu bei EU-Transaktionsregistern gespeicherten Daten verlieren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ ESMA und die Europäische Kommission könnten Kooperationsvereinbarungen mit britischen Behörden eingehen</li> </ul>



**LONDON**

Level 28, One Canada Square  
Canary Wharf  
London E14 5AB  
Tel +44 (0)20.7929.0081

**SINGAPORE**

Level 21, Centennial Tower  
3 Temasek Avenue  
Singapore 039190  
Tel +65 6549.7333

**WASHINGTON**

2001 Pennsylvania Avenue NW  
Suite 600  
Washington, DC 20006  
Tel +1 202.466.5460

[FIA.org](http://FIA.org)