

Clearing Notice SIX x-clear AG

Änderungen der Margen und Default-Fund-Regelungen

1.0 Überblick

SIX x-clear («x-clear») verfolgt genauestens das CCP-Umfeld in Europa sowie die Anforderungen der x-clear Members. Dabei wurde festgestellt, dass die derzeitige Margen- und Default-Fund-Regelungen eine Neujustierung erfordern und das Margin-Modell angepasst werden muss, damit Best-Practice-Standards im Risikomanagement und die faire Behandlung aller Members sichergestellt werden.

Daher werden folgende **Massnahmen** eingeführt:

1. Reduzierung des aktuellen **Default Fund Segment für Cash Markets** (Aktien und Anleihen) von CHF 300 Millionen um CHF 80 Millionen auf **neu CHF 220 Millionen**
2. **Erhöhung der aktuellen Margin um bis zu 30%** für alle Members, die am Default Fund Segment für Cash Markets teilnehmen, mittels Anhebung des aktuellen Basis-Risiko-Koeffizienten um 0,3
3. **Einführung einer neuen Default-Fund-Methodik** für individuelle Default Fund Contributions
4. **Einführung des Wrong Way Risk (WWR) Margin Add-on**

2.0 Zeitpunkt der Umsetzung

Massnahmen 1-3: Freitag, 28. April 2017, Tagesende (EOD)
Massnahme 4: Montag, 15. Mai 2017, Tagesanfang (BOD)

3.0 Auswirkungen auf die Members

Quantitative Analysen haben gezeigt, dass die grosse Mehrheit der Clearing Members von den niedrigeren einzelnen Default Fund Contributions profitieren wird und dass die regulatorische Eigenkapitalunterlegung durch die Herabsetzung des Cash Markets Default Fund Segment potenziell reduziert wird.

Mit der Erhöhung des Risiko-Koeffizienten um bis zu 30% über der aktuellen Margin wird x-clear die Reduktion des Default Fund kompensieren («Neuadjustierung»). Die adäquate Deckung der Risiken bleibt gewährleistet.

Bitte achten Sie darauf, dass Sie zur Deckung der um bis zu 30% erhöhten Margin-Anforderungen bis spätestens Freitag, 28. April 2017 EOD ausreichend Sicherheiten bereitstellen (zur Vermeidung von Margin Calls).

Mit der Neuadjustierung der Margen- und Default-Fund-Regelungen kommt der Deckung nach dem Verursacherprinzip («Defaulter pays») im Falle eines Member Default eine grössere Bedeutung zu. Zugleich wird das Risiko der Inanspruchnahme der Beiträge von Non-Defaulting Members (Deckung nach dem Solidaritätsprinzip («Survivor pays»)) im Falle eines Member Default reduziert.

Clearing Notice SIX x-clear AG

Die neue Default-Fund-Verteilung wird ferner zu einer gerechteren Risikoverteilung zwischen allen Members führen, da die Ausfallwahrscheinlichkeit auf Basis des jeweiligen Ratings der Members berücksichtigt wird. So müssen Members mit einer höheren Ausfallwahrscheinlichkeit höhere Default Fund Contributions leisten und entsprechend profitieren Members mit einer niedrigeren Ausfallwahrscheinlichkeit von reduzierten Anforderungen.

Im Mai 2017 wird x-clear das Wrong Way Risk (WWR) Margin Add-on einführen. Die WWR Margin Add-on dient zur Deckung des Risikos, das entsteht, wenn der Wert offener Positionen eines Clearing Member nachteilig mit seiner Bonität korreliert. Dies ist insbesondere der Fall, wenn ein Member clearingfähige Aktien kauft, die vom Member selbst ausgegeben wurden. Die WWR Margin wird als zusätzliche Komponente der Variation Margin implementiert. Die Variation Margin wird daher in allen Reports und MT-Meldungen an die Members die WWR Margin als Komponente beinhalten.

Quantitative Analysen haben gezeigt, dass für die grosse Mehrheit der Members die WWR Margin im Vergleich zur ursprünglichen Initial Margin-Anforderung sehr niedrig ist. Alle Members, für die die WWR Margin möglicherweise Auswirkungen haben könnte, wurden bereits direkt von x-clear kontaktiert und entsprechend informiert.

Ab dem SECOM-November-Release 2017 wird der bestehende Margin Report RDXL090 mit dem neuen Feld «32H-WWR Margin» erweitert. Damit erhalten alle Members, die sich optional für den Erhalt dieses Reports entschieden haben, spezifische Informationen über ihre WWR-Margin-Anforderungen. Diese Änderung wird in webMAX Professional ab November 2017 verfügbar sein.

4.0 Änderungen in den Clearingbestimmungen («Clearing Terms»)

Die folgenden Änderungen werden in den Clearingbestimmungen eingeführt:

a. Änderung der Default-Fund-Methodik

Mit der Reduzierung des Cash Markets Default Fund Segment um CHF 80 Millionen wird auch die Berechnung der individuellen Default Fund Contribution geändert. x-clear wird in Zukunft den Median anstelle des Mittelwerts der Initial Margin verwenden sowie neu die aktuelle Ausfallwahrscheinlichkeit basierend auf dem applizierten Rating berücksichtigen.

x-clear führt im Abschnitt **10.1 Abs. 2** der neuen Clearingbestimmungen, die per 28.4.2017 publiziert werden, folgende Bestimmungen ein:

«Die Höhe der vom Member zu zahlenden Default Fund Contribution an das x-clear Cash Markets oder Derivatives Default Fund Segment hängt von der Kategorie der Mitgliedschaft (x-clear ICM/x-clear GCM) und vom Median der Initial Margin (MIM) in den letzten 30 Business Days oder den letzten 90 Business Days ab (je nachdem, welcher Betrag höher ist). Die jeweilige MIM wird monatlich auf der Grundlage der täglichen offenen Position am Tagesende (EOD) berechnet.

Dabei gelten folgende auf der Mitgliedschaftskategorie basierte Minimalbeiträge, wobei die Grösse nach oben nicht beschränkt ist:

Clearing Notice SIX x-clear AG

- x-clear ICM: Schweizer Franken (CHF) 0,5 Millionen
- x-clear GCM: Schweizer Franken (CHF) 5,0 Millionen

Optimierung der Default-Fund-Verteilung

Für die Optimierung des einzelnen Default Fund Contribution DF_c unter Berücksichtigung der Ausfallwahrscheinlichkeit des Member wird folgende Minimierung (unter Einschränkungen) der Verlustfunktion in Bezug auf Default Fund Contributions verwendet:

$$L = \sum_{d=1}^M \frac{1}{N-d} \sum_c Q_c \bar{Q}_c [PnL_c^{Sim} - IM_c - DF_c]^+$$

Parameter

N: Total Anzahl Members

d: Anzahl Defaulting Members

M: Maximum Anzahl von Defaulting Members; im Cover 2 Setup M=2

c: Mögliche Kombinationen von d Defaults, $N - d$ Members, die nicht in Default sind

$Q_c = \prod q_i$ Wahrscheinlichkeit von Ausfällen («Defaults»), PD ausgerichtet nach dem SIX Kreditrisikomodell

\bar{Q}_c : Wahrscheinlichkeit von Nicht-Ausfällen («Non-Defaults»)

PnL^{Sim} : Simulierte Gewinne und Verluste, die auf das Risikoprofil des Member angepasst sind

$[A]^+ = \max(A, 0)$, Optionalität möglicher Verluste

Sämtliche Beiträge für den Default Fund werden bei Millionenbeträgen auf die erste Nachkommastelle aufgerundet.»

b. Anpassung des Risiko-Koeffizienten

Im Abschnitt 8.1.6 der neuen Clearingbestimmungen, die per 28.4.2017 publiziert werden, werden folgende Änderungen in Bezug auf die aktuellen Risiko-Koeffizienten eingeführt.

Aktuelles Rating			Aktueller Risiko-Koeffizient	Neuer Risiko-Koeffizient
Standard & Poor's	Moody's	Fitch		
AAA bis A-	Aaa bis A3	AAA bis A-	1	1.3

Clearing Notice SIX x-clear AG

Aktuelles Rating			Aktueller Risiko-Koeffizient	Neuer Risiko-Koeffizient
Standard & Poor's	Moody's	Fitch		
BBB+ bis BBB-	Baa1 bis Baa3	BBB+ bis BBB-	1.5	1.8
BB+ bis BB-	Ba1 bis Ba3	BB+ bis BB-	2	2.3
B+ oder schlechter	B1 oder schlechter	B+ oder schlechter	wird fallweise festgelegt	wird fallweise festgelegt

c. Wrong-Way Risk Add-on

Im Abschnitt 8.2 der neuen Clearingbestimmungen, die per 28.4.2017 publiziert werden, werden folgende Änderungen in Bezug auf das Wrong-Way Risk Add-on eingeführt.

«8.2 Variation Margin

Die Total Variation Margin VM_i für das Clearing Account i enthält die folgenden zwei additiven Komponenten:

$$VM_i = VM_i^{CE} + WWR_i \quad (1)$$

wobei:

VM_i^{CE} = Die Variation-Margin-Komponente deckt die Marktpreisfluktuation des Exposures im Clearing Account i ab

WWR_i = Wrong-Way Risk Margin für das Clearing Account i

8.2.1 Variation-Margin-Komponente deckt die aktuell offene Position

Die Variation-Margin-Anforderungen decken Marktpreisfluktuationen ab, die sich bereits auf offene Positionen pro Wertpapier auswirken. Die Variation Margin zur Abdeckung der aktuell offenen Positionen wird mehrmals täglich, in der Regel alle 90 Minuten, aufgrund der aktuellen Kurs-/Marktentwicklung («Mark to Market») basierend auf den Nettopositionen aller Ausstehenden Kontrakte des Member pro Titel berechnet. Die Höhe der Variation Margin zur Abdeckung der aktuell offenen Positionen richtet sich ausschliesslich nach der Marktbewertung. Positive und negative Werte (Kursgewinne/-verluste) werden über alle Wertschriften hinweg gegeneinander aufgerechnet. Aufgrund dieser Werte werden negative Werte zusätzlich belastet und positive Werte mit den Initial-Margin-Anforderungen verrechnet.

8.2.2 Wrong-Way Risk Margin

Die Wrong-Way Risk Margin deckt das Risiko ab, das eintritt, wenn der Wert der offenen Positionen eines Clearing Member nachteilig mit der Kreditqualität dieses Clearing Member korreliert. Unter der Annahme solcher nachteiligen Korrelationen wird der VaR des Portfolios der offenen Positionen eines Clearing Member wie folgt berechnet:

Clearing Notice SIX x-clear AG

1. Der Prozess zur Berechnung der Wrong-Way Risk Margin berücksichtigt alle offenen Eigenkapitalinstrumente (einschliesslich ETFs), während Positionen in der Anlageklasse Bonds nicht berücksichtigt werden.
2. Das Gesamtportfolio der offenen Aktienpositionen in einem Clearing Account *i* wird in drei Teilportfolios zerlegt:
 - a. Die von der Finanzgruppe (oder einer ihrer Tochtergesellschaften) ausgegebenen Eigenkapitalinstrumente des Clearing Member (=> Teilportfolio der eigenen Aktien).
 - b. Das Teilportfolio von Eigenkapitalinstrumenten anderer Gesellschaften im Finanzsektor (=> Teilportfolio der Finanzaktien).
 - c. Das Teilportfolio von Eigenkapitalinstrumenten von Gesellschaften aus den Non-Financial-Sektoren (=> Teilportfolio von Non-Financial-Aktien).
3. Zur Berechnung des VaR des Teilportfolios, unter der Annahme von nachteiligen Korrelationen zwischen den offenen Positionen und dem Ausfallrisiko des Clearing Member, werden alle Instrumente im selben Teilportfolio für jedes der drei Teilportfolios auf eine einzige Nettoposition verrechnet. Ist die Nettoposition in einem Teilportfolio «long», so wird sie mit dem Margin-Satz¹⁾ für das jeweilige Teilportfolio multipliziert, um den Sub-Portfolio-VaR zu erhalten. Ist die Nettoposition «short», so ist der VaR des Teilportfolios null. Nur bei der Berechnung des VaR des Teilportfolios für Non-Financial-Instrumente wird eine Netto-Long- oder eine Netto-Short-Position mit der Margin-Rate des Sub-Portfolios multipliziert.

¹⁾ Die Margin-Raten für die Teilportfolios werden unter der Normalitätsannahme auf einem Konfidenzniveau von 99% unter Verwendung von Volatilitäten in historischen Stressperioden berechnet, in denen nachteilige Korrelationen zwischen den eigenen Aktien und dem Ausfallrisiko der Banken auftraten.

4. Nach der Berechnung des VaR für jedes Teilportfolio wird der VaR des Gesamtportfolios im Clearing Account *i* unter der Annahme von nachteiligen Korrelationen zwischen den offenen Positionen und dem Ausfallrisiko des Clearing Member berechnet als:

$$VaR_i^{WWR} = \sqrt{\mathbf{v}' \boldsymbol{\Sigma} \mathbf{v}} \quad (2)$$

Dabei ist:

\mathbf{v} der Vektor mit den VaR-Werten der drei Subportfolios unter den in Schritt 3 oben genannten Annahmen;

$\boldsymbol{\Sigma}$ die Korrelationsmatrix, die empirisch aus historischen Stressperioden abgeleitet wurde, in denen nachteilige Korrelationen zwischen den eigenen Aktien und dem Ausfallrisiko der Banken auftraten.

Da der vom Validierungs- und Kalibrierungsmodul der Initial Margin berechnete Portfolio-VaR (siehe Kapitel 8.3) teilweise gestresste Marktbedingungen (einschliesslich Bankstress) berücksichtigt, ist bereits ein gewisses Wrong-Way-Risiko in der kalibrierten Initial Margin

Clearing Notice SIX x-clear AG

enthalten. Um eine doppelte Margenbelastung zu vermeiden, wird die kalibrierte Initial Margin von der Wrong-Way Risk Margin abgezogen.

$$WWR_i = \max(VaR_i^{WWR} - RC \cdot \lambda_j \cdot IM_i^E, 0) \quad (3)$$

Dabei ist:

WWR_i = Wrong-Way Risk Margin für Clearing Account i

VaR_i^{WWR} = VaR des Gesamtportfolios im Clearing Account i unter der Annahme von nachteiligen Korrelationen zwischen den offenen Positionen und dem Ausfallrisiko des Clearing Member

RC = Risiko-Rating-Koeffizient des Clearing Member

λ_j = Lambda-Faktor der Kreditgruppe j (wie in Kapitel 8.3.3 erklärt)

IM_i^E = Clean SECOM Initial Margin für alle offenen Positionen im Clearing Account i»

5.0 Kontakt

Für weitere Unterstützung wenden Sie sich bitte an das Risk Management Operations Team von x-clear: xclearops@sisclear.com, Tel: +41 58 399 43 23.

SIX x-clear AG macht ihre Members in diesem Zusammenhang auf die Paragraphen **7.1 lit. f., Kapitel 17.0 und 25.3** der Allgemeinen Geschäftsbedingungen von SIX x-clear AG aufmerksam, die festhalten, dass das Member die Verantwortung trägt für die steuerlichen Erfordernisse und Folgen des Clearings mit SIX x-clear AG gemäss Anwendbarem Recht und dass SIX x-clear AG keine Verantwortung übernimmt für allfällige Belastungen oder sonstige nachteilige Folgen aufgrund von Steuergesetzen oder Anordnungen von Steuerbehörden gemäss Anwendbarem Recht, die im Zusammenhang mit dem Clearing durch SIX x-clear AG entstehen.