



**An die Members von SIX x-clear AG**

**SIX x-clear AG**  
Brandschenkestrasse 47  
CH-8002 Zürich

Postanschrift:  
Postfach 1758  
CH-8021 Zürich

T +41 58 399 4311  
[www.six-securities-services.com](http://www.six-securities-services.com)

Kontaktperson:

Zürich, 12. Januar 2016

**SIX x-clear AG:  
Vernehmlassung des neuen Financial Collateral Agreements**

Sehr geehrte Damen und Herren

In Übereinstimmung mit den Regelungen über Vertragsänderungen gemäss Vertrag für Clearing Services (Kapitel 3) überlassen wir Ihnen beiliegend unseren Entwurf des **neuen Sicherungsvertrags ("Financial Collateral Agreement")** zur Vernehmlassung.

Dieser Vertrag stellt eine umfassende Vereinbarung dar, welche alle wesentlichen Punkte in Bezug auf die Besicherung der Risiken aus dem Clearinggeschäft mit x-clear regelt. Die beiden heute etablierten Verträge "Pfandvertrag für Margins" und "Pfandvertrag für Default Funds" sowie die Anfang letzten Jahres abgeschlossene "Vereinbarung zur Änderung der beiden Pfandverträge" werden zusammengefasst und in ein einziges Dokument integriert. Daneben finden sich weiterhin einzelne Detailregelungen in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen und den Lending Norms (sogenannte "Contractual Relationship").

In materieller Hinsicht sehen wir eine Erweiterung des Umfangs und der Zweckbestimmung der gestellten Sicherheiten ("Collaterals") vor. Konkret geht es um folgende materiellen Änderungen und Neuerungen:

**1. Wechsel vom regulären auf ein irreguläres Pfandkonzept im Default Fund**

Im schweizerischen Recht ist das irreguläre Pfandrecht zwar nicht gesetzlich verankert, aber von der Lehre und Rechtsprechung als Rechtsform insbesondere für Finanzverträge akzeptiert und hinreichend dokumentiert. Mit Blick auf das europäische Ausland verlangt die einschlägige EU Richtlinie 2002/47/EC über Finanzsicherheiten in Artikel 6 explizit, dass die Mitgliedstaaten sicherstellen müssen, dass eine Finanzsicherheit in Form der Vollrechtsübertragung ("title transfer arrangement" oder irreguläres Pfandrecht) „vereinbarungsgemäss wirksam werden kann“. Die Rechte und Pflichten der Parteien bestimmen sich somit nach Vertrag und nicht nach sachenrechtlichen Regeln (kein "bedingtes dingliches Recht").

Aufgrund ihres vollen Vertragseintritts in die Handelsabschlüsse ihrer Members erachtet SIX x-clear AG eine volle Eigentumsübertragung der Sicherheiten auch in Bezug auf die Beiträge an den Default Fund als adäquat. Zudem erlaubt ein irreguläres Pfandrecht SIX x-clear eine rechtlich einwandfreie und administrativ effiziente Verwendung der Sicherheiten zur eigenen von den Regulatoren verlangten Liquiditätssicherung sowie für kurzfristige Investitionen.

Mit der Umstellung vom regulären Pfandrecht auf eine Vollrechtsübertragung für die Default Fund Beiträge ergibt sich schliesslich auch die Möglichkeit, die beiden Verträge zusammen zu legen und die Konsistenz und Übersichtlichkeit der Regelungen zu optimieren.

## 2. Verstärkung des Systems der Sicherheiten

Wir beabsichtigen die Einführung einer zusätzlichen Ebene im System der Sicherheiten ("waterfall of resources") – die sogenannte "**Top-up Contribution**". Dieses Element würde als Ressource im Falle eines sehr grossen Ausfalls (Defaults) oder mehrerer grosser Defaults zum Tragen kommen – allerdings erst dann, wenn sämtliche im Range vorgehenden Sicherheiten (insbesondere auch das ganze Default Fund Segment) erschöpft wurden. Die Top-up Contribution könnte somit für den jeweils übersteigenden (noch ungedeckten) Verlust in folgenden beiden möglichen Grundszenarien eingefordert werden:

- Ein einzelner Default übersteigt sämtliche vorhergehenden Ressourcen (gemäss Kapitel 18 AGB), d.h. die eigenen Margen des defaulting Members, den eigenen Default Fund Beitrag des defaulting Members, den dedizierten Eigenmittelbeitrag von SIX x-clear AG sowie den gesamten Betrag der aggregierten Default Fund Beiträge der non-defaulting Members an das betreffende Default Fund Segment;

Numerisches Beispiel:

Dedicated Capital Contribution von SIX x-clear AG ("skin in the game") = 22; Default Fund Segment = 300.

Der Gesamtverlust aus einem Default übersteigt das Default Fund Segment um 28. Von den verbliebenen Members wird eine Top-up Contribution von 28 eingefordert.

- Innerhalb der noch laufenden "Cooling-off"-Periode (d.h. während der 20 Business Days-Periode, in der ein ganz oder teilweise beanspruchtes Default Fund Segment nicht wiederaufgestockt werden muss) kommt es zu einem oder mehreren weiteren Defaults, die sich auf das Default Fund Segment auswirken. Der Verlust aus dem laufenden Default-Verfahren und der bzw. die neu eingetretene(n) Verlust(e) dieses(r) weiteren Defaults führen zu einem kombinierten Verlust, der den verbliebenen Betrag des noch nicht beanspruchten Default Fund Segments übersteigt. ***Siehe auch Grafik im Anhang.***

Numerisches Beispiel:

Dedicated Capital Contribution von SIX x-clear AG ("skin in the game") = 22; Default Fund Segment = 300.

Es erfolgt eine Beanspruchung des Default Funds aufgrund eines ersten Defaults mit 178. Nach 5 Business Days ereignet sich ein zweiter Default mit einem Verlust von 150; 122 können vom noch nicht beanspruchten Default Fund Segment übernommen werden; 28 müssen mittels Top-up Contribution durch die non-defaulting Members abgedeckt werden.

Nach weiteren 7 Business Days ereignet sich ein dritter grosser Default mit einem Verlust von 320, der nicht mehr über vorhandene Mittel aus dem Default Fund Segment abgedeckt werden kann. Die non-defaulting Members müssen eine Top-up Contribution von 272 leisten (300 minus 28).

Wiederaufstockung: Die Grösse des Default Fund Segment wurde 15 Business Days nach dem ersten Default von SIX x-clear AG von 300 auf 250 reduziert. Im Zeitpunkt t1 + 20 Business Days erfolgt deshalb eine Wiederaufstockung des Default Fund Segments aufgrund des ersten Defaults im Umfang von 148 ( $250 / 300 * 178$ ). 15



Business Days nach dem zweiten Default wurde das Default Fund Segment erneut reduziert auf 200. Im Zeitpunkt  $t_2 + 20$  erfolgt deshalb eine weitere Wiederaufstockung aufgrund des zweiten Defaults im Umfang von 52 (200 minus 148).

Die Top-up Contribution ist von den Members innerhalb von 2 Business Days zu leisten. Damit wird erreicht, dass während der Cooling-off Periode von 20 Business Days mittels der Beiträge (Nachschüsse) von non-defaulting Members ein das Default Fund Segment übersteigender Verlust auch nach dessen vollständiger Erschöpfung jederzeit abgedeckt werden kann.

Die Top-up Contribution ist stets limitiert auf die Betragshöhe des individuellen Anteils des Members am gesamten Default Fund Segment im Zeitpunkt des jeweiligen Default-Eintritts mit einem Verlust, der den gegenwärtigen Stand des Default Fund Segments übersteigt ("Exceeding Drawdown"). Der maximale Beitrag eines non-defaulting Members an die Wiederaufstockung des Default Fund (in Form einer Default Fund Replenishment Contribution) sowie an die diesen übersteigende Verlustdeckung (in Form einer Top-up Contribution) könnte sich somit in einem Extremfall eines Ausserordentlichen Defaults auf die doppelte Höhe der regulären Default Fund Contribution dieses Members belaufen. Dies gilt während der betreffenden Cooling-off Periode.

Das verbleibende Eigenkapital von SIX x-clear AG (75 Prozent) würde erst nach Erschöpfung des betroffenen Default Fund Segments und nach Gebrauch aller fällig gewordenen Top-up Contributions der non-defaulting Members als letztes Deckungssubstrat beigezogen werden.

Unsere Regulatoren (SNB und FINMA) befürworten diese weitere Verstärkung des System der Sicherheiten, zumal auch namhafte internationale Mitbewerber (EuroCCP und LCH) in den letzten Jahren vergleichbare Ausbauten ihrer Sicherheiten etabliert haben.

### **3. Verwendung der Sicherheiten für die Sicherstellung von SIX x-clear's Liquidität**

In der Zeit des Erhalts der Sicherheiten bis zum Eintritt des vertraglichen Rückgabeanspruchs (in der Regel  $T + 2$ ) an das Member kann SIX x-clear AG auch die durch die Sicherheiten erhaltenen liquiden Mittel (Cash) einsetzen oder die als Sicherheiten erhaltenen Bucheffekten mittels Vereinbarung (Repurchase Agreement) in liquide Mittel konvertieren und anschliessend kurzfristig verwenden. Diese Kompetenz von SIX x-clear AG ist aufgrund der Vollrechtsübertragung ("transfer of title") zwar rechtlich miteingeschlossen, gleichwohl soll dem Charakter der als Sicherheiten gegebenen Collaterals Rechnung getragen und diese Verwendungsform mit dem Member explizit vereinbart werden.

### **4. Verwendung der Sicherheiten für kurzfristige Investitionen**

Für diese Verwendungsform gilt das unter vorstehender Ziffer 3 Gesagte analog. Auch hier will SIX x-clear aus Gründen der Klarheit ihre Möglichkeit, die Sicherheiten kurzfristig zu investieren, vertraglich festhalten. Die diesbezüglichen Regelungen werden in den "Investment Regulations" definiert und – nach Zustimmung durch die Aufsichtsbehörden – den Members zur Information zur Verfügung gestellt.

### **5. Allgemeine Geschäftsbedingungen:**

#### **Ergänzung betreffend x-clear's Zugeordnetem Eigenmittel-Beitrag**

Gemäss dem "waterfall of resources" muss SIX x-clear AG im Fall eines Member Defaults, der die vom defaulting Member eingebrachten Sicherheiten (Margin und Default Fund Contribution) übersteigt, einen eigenen Zugeordneten Eigenmittel-Beitrag ("skin in the game") zur Verlustdeckung beisteuern, bevor die Sicherheiten der übrigen non-defaulting Members herangezogen werden. Mehrere Default Ereignisse, die



nacheinander innert kurzer Zeit erfolgen würden, könnten die Eigenmittel von SIX x-clear AG jedoch entscheidend schwächen oder sogar gänzlich erschöpfen. SIX x-clear AG beabsichtigt deshalb, eine Sperrfrist (**“Cooling-off Periode für Members“**) einzuführen, welche ihr erlaubt, nach einer vollumfänglichen Beanspruchung des Zugeordneten Eigenmittel-Beitrags diesen während einer **6-monatigen Frist** nicht erneut leisten zu müssen. Sollte innerhalb einer Cooling-off Periode bereits ein Teil des Zugeordneten Eigenmittel-Beitrags zur Deckung von einem oder mehreren vorgängigen Member Defaults eingesetzt worden sein, soll SIX x-clear AG verpflichtet sein, nur den noch nicht beanspruchten Teil ihres Eigenmittel-Beitrags (**“skin in the game“**) leisten zu müssen.

Die neu einzuführende Ziffer 18.2 der Allgemeinen Geschäftsbedingungen (GTC) soll lauten:

*Vor der Verwendung der Default Fund Contributions von non-defaulting Members trägt x-clear 25 Prozent ihres eigenen Kapitals (wie vom Schweizer Recht, insbesondere dem Finanzmarktinfrastukturgesetz und der Eigenmittelverordnung, definiert) bei, um Verluste zu decken, die durch einen Member Default verursacht wurden (‘‘Zugeordneter Eigenmittel-Beitrag’’).*

*x-clear ist nach einem Member Default oder mehrerer Member Defaults, welche/r die volle Nutzung des Zugeordneten Eigenmittel-Beitrags erforderlich machten, verpflichtet, diesen Beitrag nur einmal für einen Zeitraum von 6 Monaten zu leisten (‘‘Cooling-off-Periode von x-clear’’). Falls lediglich ein Teil des Zugeordneten Eigenmittel-Beitrags (ein Bruchteil der 25 Prozent von x-clear’s Kapital) durch einen oder mehrere Member Defaults während einer bestimmten Cooling-off Periode gebraucht wurde, ist x-clear verpflichtet, nur den verbleibenden Restbetrag des Zugeordneten Eigenmittel-Beitrags zu bezahlen.*

## **Weiteres Vorgehen**

Bei Fragen wenden Sie sich bitten an Ihren Relationship Manager oder an:

Markus Heiniger  
Head Risk Management Operations  
markus.heiniger@six-group.com  
Tel: +41 (0)58 399 4325

oder

Felix Locher  
Senior Legal Counsel  
felix.locher@six-group.com  
Tel: +41 (0)58 399 3230

Wir bitten Sie um Prüfung dieses Entwurfs. Ihre Stellungnahme können Sie uns bis spätestens am **Montag, 22. Februar 2016**, in elektronischer Form via ihren Relationship Manager zukommen lassen. Wir werden die Ergebnisse anschliessend so bald wie möglich konsolidieren und Sie über den weiteren Prozess orientieren. Unser Ziel ist eine Implementierung des neuen Vertrags und der revidierten GTC bis Ende März 2016.



Securities Services

Freundliche Grüsse

SIX x-clear AG

*Christian Sjöberg*  
*Head Clearing*

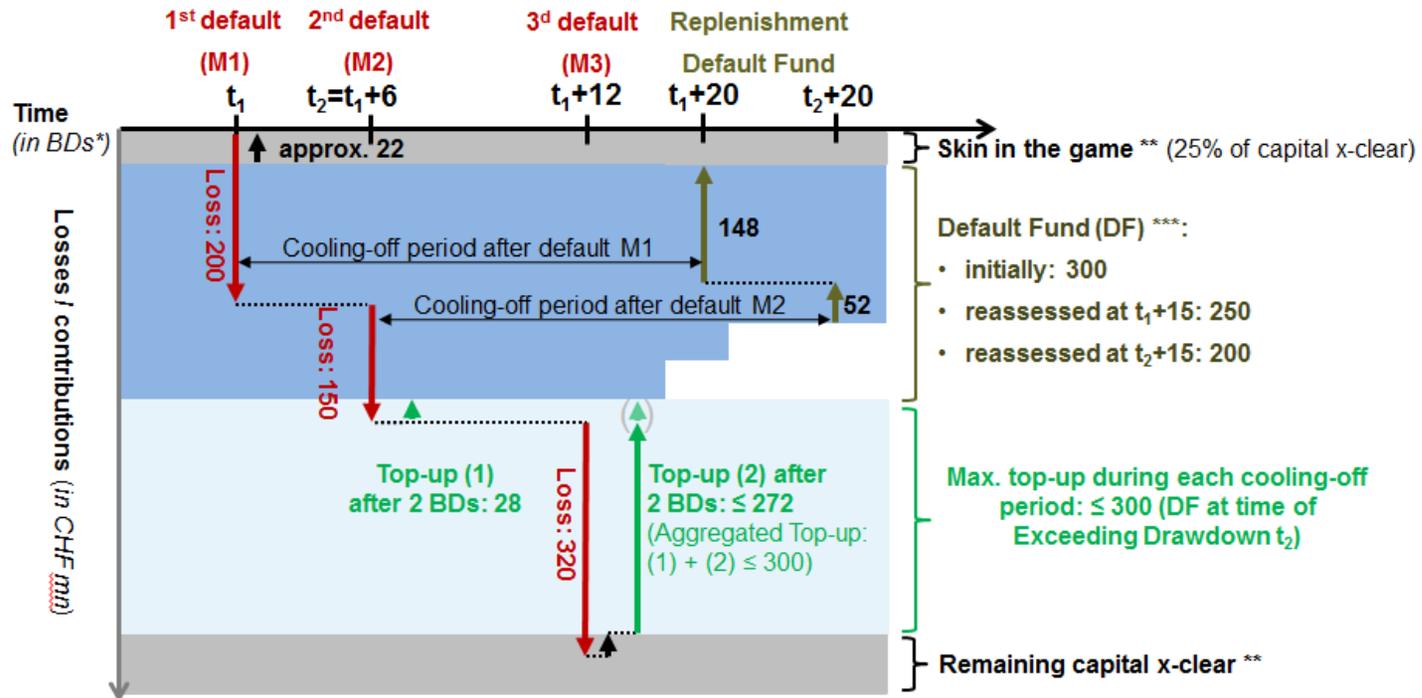
Markus Heiniger  
Head Risk Management Operations

***Beilage: Financial Collateral Agreement – Vernehmlassungs-Fassung***



## Example of Several Defaults over Short Period of Time

Exemplary Presentation: Extreme Total Loss of CHF 670mn due to three Events within 20 Days



\* BD stands for Business Days

\*\* available only once for a period of 6 months following defaults of Members (M1, M2 etc.)

\*\*\* The size of the Default Fund differs from its initial size due to reassessment after default of one or several Members. 1