

Effizientes Clearing & Settlement begrenzt Risiken und Kosten

Clearing and settlement is of enormous importance to the efficiency of capital markets in the EU

Commissioner Charlie McCreevy, 11 July 2006

Clearing & Settlement – vom ungeliebten (aber notwendigen) Abwicklungsbereich zur Schlüsselstelle effizienter internationaler Kapitalmärkte

Die Abwicklung von grenzüberschreitenden Wertschriftentransaktionen in Europa ist ineffizient. Diese Ineffizienz verursacht *zusätzliche* Kosten – verglichen mit einem weitgehend integrierten System – von EUR 3,5 – 5 Mia. p.a.¹. Eine Studie der Europäischen Kommission hat zudem errechnet, dass eine Reduktion der Handelskosten einschliesslich Abwicklung von 10 % zu einem Wachstum der Bruttosozialproduktes in der EU von jährlich EUR 33 Mia. führen könnte².

Die Tatsache, dass der Abwicklungsteil der Wertschöpfungskette von grenzüberschreitenden Kapitalmarkttransaktionen eine zentrale Rolle bezüglich Effizienz und Sicherheit spielt, wird durch globale wie europäische Initiativen des privaten wie des öffentlichen Sektors belegt:

- Ein Steering Committee der Group of Thirty unter der Führung von Sir Andrew Large, damals Deputy Governor der Bank of England hat 2003 in einem Aktionsplan³ 20 Empfehlungen publiziert mit dem Ziel, die Effizienz des globalen Clearing & Settlement zu erhöhen und dessen Risiken zu mindern.
- Eine Expertengruppe unter der Führung von Alberto Giovannini, eingesetzt von der Europäischen Kommission, hat in zwei Berichten 2001 und 2003⁴ die Hindernisse, die einem integrierten und effizienten Wertschriftenabwicklungs- und -aufbewahrungssystem im Wege stehen analysiert und einen Plan zu deren Beseitigung vorgelegt.
- Am 7. November 2006 haben die Europäische Kommission und die europäischen Infrastrukturunternehmen (Börsen, Zentrale Gegenparteien, Abwicklungsorganisationen) einen Verhaltenskodex⁵ vorgelegt, der dem Ziel der Effizienzsteigerung verpflichtet ist.
- Weitsichtige Banquiers wie Sir David Walker, Morgan Stanley, und Marcel Ospel, UBS, haben bereits in der zweiten Hälfte der 1990er Jahren das European Securities Forum⁶ aus der Taufe gehoben aus der Erkenntnis heraus, dass der private Sektor einen wesentlichen Beitrag zur Schaffung eines integrierten, effizienten Kapitalmarktes zu leisten habe.

¹ European Commission, Regulatory Impact Assessment, März 2005; Euroclear und Morgan Stanley sind in unabhängigen Analysen zu Ergebnissen in ähnlicher Grössenordnung gelangt.

² European Commission, Economic Impact Study, Juni 2005.

³ Group of Thirty, Global Clearing and Settlement, A Plan of Action, Washington DC, 2003

⁴ The Giovannini Group, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, Brussels, 2003

⁵ http://ec.europa.eu/internal_market/financial_markets/docs/code/code_en.pdf

⁶ www.eurosf.com

Effizienz und Sicherheit – untrennbare Zwillinge im Clearing & Settlement

Effizienz und Sicherheit sind im Clearing & Settlement untrennbar miteinander verbunden, ja sie bedingen sich gegenseitig. Marktteilnehmer, die hohe Abwicklungsverluste erleiden, werden sich dieser Tatsache schmerzlich bewusst.

Diese Gesetzmässigkeit wird auch durch das Zusammenwirken von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden für Kapital- und Wertpapiermärkte auf internationaler (CPSS-IOSCO)⁷ wie europäischer Ebene (ESCB-CESR)⁸ in der Entwicklung von Standards für Wertschriftenabwicklungs-Systeme belegt.⁹ Dabei ist von untergeordneter Bedeutung, dass das Augenmerk von Zentralbanken vermehrt auf systemischen Risiken liegt, während für Aufsichtsbehörden die Sicherheit der Investoren im Vordergrund steht. (Für Marktteilnehmer irritierend ist einzig die Tatsache, dass dieser Standardisierungsprozess in Europa derzeit aufgrund unüberbrückbarer Meinungsunterschiede in einigen wenigen Bereichen auf Eis gelegt ist.)

Sicherheit und Effizienz in der Abwicklung werden auch von der Europäischen Kommission in einem Atemzug genannt: „*The creation of an integrated and efficient European capital market is one of the most important and ambitious economic projects currently under way in the European Union... A crucial element of this framework will be the safety and efficiency of the arrangements required to finalise securities transactions (“Clearing and Settlement”).*“¹⁰

Ursachen (noch) bestehender Ineffizienzen in der grenzüberschreitenden Wertschriftenabwicklung und Wertschriftenaufbewahrung in Europa

Die Analyse der Giovannini Group unterscheidet drei Gruppen von Hindernissen als Ursachen bestehender Ineffizienzen: unterschiedliche Marktusancen, rechtliche Divergenzen und eine fehlende Einheitlichkeit in steuerlichen Belangen und Prozessen.

Die Liste nicht standardisierter Marktusancen reicht von unterschiedlichen IT-Plattformen und Schnittstellen über nationale Unterschiede bei Emissionspraktiken bis zu divergierenden Fristen und Abwicklungszyklen der nationalen Abwicklungsorganisationen.

Im Bereich der rechtlichen Fragmentierung der europäischen Wertschriftenmärkte entlang nationaler Grenzen führen das Fehlen einheitlicher Regeln bezüglich anwendbaren Rechts (conflict of laws) und die Absenz einheitlicher Normen im Gebiet der (nationalen) Wertpapierrechtssysteme (z.B. Eigentumsrechte) zu Rechtsunsicherheit und entsprechenden Risiken.

⁷ The International Organization of Securities Commissions (IOSCO) and the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) of the central banks of the Group of Ten countries, Recommendations for Securities Settlement Systems, 2001

⁸ European System of Central Banks (ESCB) and Committee of European Securities Regulators (CESR), Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union, 2004

⁹ Vgl. dazu die Zielsetzungen der ESCB-CESR Standards, ebenda, S.3

¹⁰ European Commission, Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Clearing and Settlement in the European Union – The way forward, 2004

Angesichts der Sensitivität nationaler Souveränität in Steuerfragen innerhalb der Europäischen Union beschränkt sich die Analyse der Giovannini Gruppe im fiskalischen Bereich auf die Eliminierung von diskriminierenden prozeduralen Bestimmungen (z.B. bezüglich Dienstleistungen im Gebiet der Rückforderung von Quellensteuern).

Diese analytische Gliederung sollte jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass de facto viele dieser ‚barriers‘ eng miteinander verknüpft sind. So stehen beispielsweise rechtlich unterschiedliche Normen des Eigentumsübergangs unmittelbar und ursächlich im Zusammenhang mit divergierenden Marktusancen im hoch komplexen Bereich der Corporate Actions (Dividendenzahlungen, Kapitalerhöhungen, Uebernahmeangebote etc.). Spezifische Eigenheiten einzelner Märkte – oft Quellen von Ineffizienzen par excellence wie etwa der Registrierungsprozess für Aktien in Spanien – gründen in vielen Fällen auf entsprechenden Rechtsvorschriften.

Die spezielle Rolle der Zentralen Gegenpartei in der Effizienzsteigerung und Risikoreduktion und Risikoabsorption

Die zentrale Gegenpartei hat ihren Ursprung im Derivatgeschäft, in dem ihre Hauptaufgabe, die Erfüllung der Verpflichtungen aus dem Handelsgeschäft sicherzustellen, von besonderer Bedeutung war und ist, fallen Abschluss des Kaufvertrages und dessen Erfüllung zeitlich doch oftmals Wochen oder Monate auseinander. Erst in den letzten Jahren, angeführt von Clearnet in Paris, begannen Central Counterparties, CCP, im europäischen Wertschriften-Kassageschäft eine Rolle zu spielen.

Welches sind die Aufgaben und Charakteristika der CCP in der Wertschöpfungskette des Wertschriftengeschäfts?

Die Zentrale Gegenpartei wird erstens mittels Novation Gegenpartei des Käufers und des Verkäufers; sie absorbiert die Risiken, in erster Linie die Gegenparteirisiken, zwischen dem Handelsabschluss und der Erfüllung des Kaufvertrages, d.h. der Lieferung der Wertschriften gegen deren Bezahlung.

Sie nimmt, zweitens, die Aufgabe des Risk Management wahr, d.h. die Riskokalkulation, das Margining und das Default Management.

Besonders bei Transaktionen mit grossen Positionen in Titeln mit geringer Liquidität spielt, drittens, die Gewährleistung der Anonymität auch in der Abwicklungsphase eine wichtige Rolle.

Und viertens werden mittels multilateralem Netting Settlement-Risiken und –Kosten reduziert und die Kapitaleffizienz gesteigert.

Der zunehmenden Bedeutung der Zentralen Gegenparteien liegen wesentliche strukturelle Marktveränderungen zugrunde:

- Die zunehmende Heterogenität der Marktteilnehmer: die exklusive Börsenmitgliedschaft ist durch eine steigende Zahl von sog. Remote Members ersetzt worden; die Divergenz zwischen grossen und grössten und kleinen und kleinsten Marktteilnehmern ist signifikant gestiegen.
- Die Internationalisierung der Investmenttätigkeit und damit der Handelstätigkeit u.a. als Folge des Branchen- und Sektoransatzes, der den Länderansatz in der Anlagetätigkeit zunehmend verdrängt.

- Das Streben der Finanzintermediäre nach Risikoreduktion und Risikotransfer zur Steigerung der Eigenmitteleffizienz.

In den letzten Jahren ist die Zahl von Anbietern von CCP-Dienstleistungen in den europäischen Wertschriften-Kassamärkten gewachsen – die Fragmentierung der Marktstrukturen auch in diesem Bereich ist der Effizienz abträglich. Umso höher ist der Stellenwert einer durch den oben erwähnten Code of Conduct ermöglichten Wettbewerbsintensivierung zu veranschlagen.

Der anspruchsvolle Prozess der Eliminierung von Ineffizienzen im Clearing & Settlement

Die Beseitigung der durch die Giovannini Reports eruierten Hindernisse auf dem Weg zu einem integrierten Abwicklungssystem in Europa macht ansprechende Fortschritte – mindestens soweit operationelle Prozesse und Marktusancen und Initiativen des privaten Sektors betroffen sind –, wenngleich die Einführung der ausgearbeiteten Standards teilweise noch Jahre in Anspruch nehmen wird. Die von der Europäischen Kommission eingesetzte Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group (CESAME Group) begleitet diesen Prozess in einer den privaten und öffentlich-rechtlichen Sektor übergreifenden Weise. Der Entscheid von Kommissar McCreevy vom Juli 2006 gegen eine EU Clearing & Settlement Richtlinie und für einen ‚industry led approach‘ ist daher vorbehaltlos zu begrüßen.

Ohne eine weitestgehende Harmonisierung und Standardisierung der Prozesse und Abläufe ist eine Integration der Wertschrifteninfrastruktur-Systeme innert vernünftiger Zeit und zu angemessenen Kosten nicht zu bewerkstelligen. Darauf sind die Anstrengungen zu konzentrieren. Die Erfahrungen von Euronext und Euroclear zeigen gleichzeitig, dass Fusionen den Prozess der Harmonisierung und Standardisierung begünstigen und beschleunigen. Der Umkehrschluss dürfte ebenfalls zutreffen, wonach die Harmonisierung und Standardisierung der Prozesse und Systeme Kooperationen und Zusammenschlüsse erleichtern und fördern werden.

In diesem Zusammenhang spielt der eingangs erwähnte, im November 2006 vereinbarte Code of Conduct eine wichtige Rolle: seine Elemente der Preistransparenz, der Oeffnung und Interoperabilität sowie der Entflechtung des Dienstleistungsangebotes werden die Wertschrifteninfrastruktur-Unternehmen einer bis anhin kaum gekannten Wettbewerbsintensität aussetzen. Eine ‚natürliche‘ (nationale) Monopolsituation soll durch eine Marktstruktur ersetzt werden, die dem Marktteilnehmer echte Wahlmöglichkeiten offeriert – ein unverzichtbares Instrument hin zu grösserer Effizienz.

Die Arbeiten auf der europäischen Clearing & Settlement-Grossbaustelle müssen jedoch Stückwerk bleiben, wenn es nicht gelingt, die rechtlichen, regulatorischen und steuerlichen Integrationshemmnisse zielgerichtet abzubauen. Von der EU Kommission eingesetzte Expertenkommissionen (Legal Certainty Group, Fiscal Compliance Group) sind zwar mit der Erarbeitung von Lösungsvorschlägen beauftragt. Das dilatorische Verhalten der Behörden auf nationaler Ebene in der Wahrnehmung ihrer Verantwortung zur Beseitigung der Giovannini ‚barriers‘ widerspiegelt jedoch vielmehr das Bestreben, ‚nationale Interessen‘ (nicht selten im

Dienst kommerzieller Interessen) zu verteidigen als wesentlich zu notwendigen Integrationsvorhaben beizutragen. Diese jedoch sind der Grundstein für eine effiziente und sichere grenzüberschreitende Wertschriftenabwicklung. Die 'Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary' und die derzeit im Entwurf vorliegende 'Unidroit Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Intermediated Securities' weisen auf rechtlichem Gebiet den Weg.