

# Standardisierung der Infrastruktur schreitet voran

**WERTPAPIERFINANZIERUNG IM WANDEL** Wertpapierfinanzierungsgeschäfte, insbesondere Repos (Rückkaufvereinbarungen bzw. Wertpapierpensionsgeschäfte) zur Refinanzierung und zur Anlage überschüssiger Liquidität, sind aus dem Treasury nahezu aller Banken nicht mehr wegzudenken. Aus regulatorischer Sicht lag für Repos bisher der Schwerpunkt auf der korrekten Bilanzierung. Jetzt setzt die EU-Kommission mit der Verordnung für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (Securities Financing Transactions Regulation, SFTR) den Fokus auf die Erhöhung der Transparenz. In diesem Beitrag werden die aktuelle Kapitalmarktinfrastruktur für Repos sowie Parallelen zur Infrastruktur des Derivategeschäfts aufgezeigt. Zudem geben die Autoren Empfehlungen für eine effiziente Umsetzung der SFTR. *Thomas Simon | Felix Offermann*

**Keywords: Regulierung, Melde-  
wesen, Collateral Management**

Im Zug der Finanzkrise ist die unbesicherte Geldleihe aus Risikogesichtspunkten weitestgehend zum Erliegen gekommen. Damit erhöhte sich die Nachfrage an Wertpapierpensionsgeschäften. Obwohl der Markt von 2007 bis 2011 wieder kontinuierlich gewachsen ist, wurden die Werte der Vor-Krise-Zeiten in Europa noch nicht erreicht. In den letzten Jahren stagnierte das Handelsvolumen.

Die Motivation zum Handel von Repos unterscheidet sich zwischen den Akteuren erheblich. In einem Pensionsgeschäft / Repo ist häufig ein Geschäftspartner an einer kurz- oder langfristigen Refinanzierung zu günstigen Konditionen interessiert, während die Gegenpartei überschüssige Liquidität mit geringem Risiko anlegen möchte. Dies ist typisch für Banken aus dem öffentlichen und genossenschaftlichen Sektor sowie Corporate-Treasury-Abteilungen. Repos sind damit ein elementarer Bestandteil des Handels im Treasury und aufgrund der Besicherung als risikoarmes Geschäft sehr attraktiv ► 1.

## Marktzugang und Abwicklung

Der Marktzugang hängt von der Größe des jeweiligen Instituts und von spezifischen Details der Transaktion ab. Großbanken nutzen für den Interbankenhandel Handelsplattformen und die Brokerbasierte Geschäftsvermittlung. Insbesondere kleinere Banken schließen ihre Geschäfte direkt, zum Beispiel per Telefon, ab. In Deutschland erfolgt dies häufig über ein Zentralinstitut im Verbund. Der gewählte Marktzugang hängt mit der Art der Geschäfte, deren Abwicklung und dem Sicherheitstransfer zusammen. Als Faustregel gilt: Je standardisierter das Repo und je frequenter der Handel ist, desto eher erfolgt der Handel auf einer elektronischen Plattform.

Die Abwicklung standardisierter Geschäfte erfolgt überwiegend über zentrale Gegenparteien (Central Counterparties, CCPs). Nicht-standardisierte Geschäfte werden eher bilateral abgewickelt. Das Netting zahlreicher standardisierter Kontrakte im Rahmen des Clearings über einen CCP reduziert die Transaktionskosten. Das so zentralisierte Risikomanagement mindert die Kreditkosten, doch scheuen kleine Marktteilnehmer die

damit verbundenen Fixkosten und strengen Regelungen der CCPs und setzen daher auf bilaterale Geschäftsbeziehungen ► 2.

Zur rechtlichen Regelung des bilateralen Nettings werden Rahmenverträge abgeschlossen. Im deutschen Markt bietet der Bundesverband deutscher Banken (BdB) ein am internationalen Global Master Repurchase Agreement (GMRA) orientiertes Template an.

## Sicherheitstransfer

Die Wahl der Sicherheiten charakterisiert die unterschiedlichen Arten von Repo-Geschäften. Zudem kann der Transfer von Sicherheiten auf unterschiedliche Arten erfolgen. Am häufigsten abgeschlossen wird ein „General Collateral“-Repo. Dabei kann jedes Wertpapier einer bestimmten Gattung als Sicherheit gestellt werden. Bei einem „Special Collateral“-Repo wird ein bestimmtes Finanzinstrument seitens des Pensionsnehmers angefragt und schon bei Handelsabschluss gezielt festgelegt.

Innerhalb des Rahmenvertrags wird darüber hinaus festgelegt, ob die Übertragung mit einem Wechsel des juristischen Eigentümers erfolgt oder ob es sich nur um eine Verpfändung handelt. In

Deutschland erfolgt die Übertragung der Sicherheiten gemäß BdB-Template meist per Vollrechtsübergang, der juristische Eigentümer ändert sich also. Im internationalen Handel ist teils die Verpfändung üblich. Der wirtschaftliche Eigentümer ist in beiden Fällen der Pensionsgeber, sodass die Wertpapiere weiterhin in der Bilanz des Pensionsgebers verbleiben.

### Varianten des Sicherheitenmanagements

Die Abwicklung des Sicherheitentransfers schließt sich als dritte Komponente dem Handel und dem Netting an. Neben einer internen Umsetzung bestehen diverse Möglichkeiten zum Outsourcing. Sowohl die Stellung von Sicherheiten als auch die Überwachung einer potenziellen Nach- bzw. Rückforderung erfolgt entweder innerhalb des Instituts, über einen extern beauftragten Collateral Agent oder einen Tri-Party-Agent, der als Dritter zwischen beiden Seiten des Kontrakts vermittelt und das gesamte Collateral Management übernimmt. Ein konkretes Beispiel ist das Angebot der Eurex, das Handelsplattform, zentrales Clearing und Tri-Party-Agent verbindet und somit einen effizienten Weg zum Handel von Repos darstellt. Die Handels- und Abwicklungsinfrastruktur bestimmt, ob eine Abwicklung über Tri-Party-Agenten notwendig bzw. möglich ist.

In Europa wird der größte Anteil des Repo-Geschäfts weiterhin bilateral abgewickelt, sodass die Sicherheiten durch ein internes oder ausgelagertes Collateral Management überwacht und ausgetauscht werden.

### Parallelen zum Derivatemarkt

Die Kapitalmarktinfrastruktur des Repo-Geschäfts weist deutliche Parallelen zum modernen Derivatemarkt auf, der seit einiger Zeit aufgrund regulatorischer Vorgaben erheblich in Bewegung ist. Ab März 2017 wird die anstehende Besicherungspflicht für nicht geclearte Over-The-Counter (OTC)-Derivate für alle finanziel-

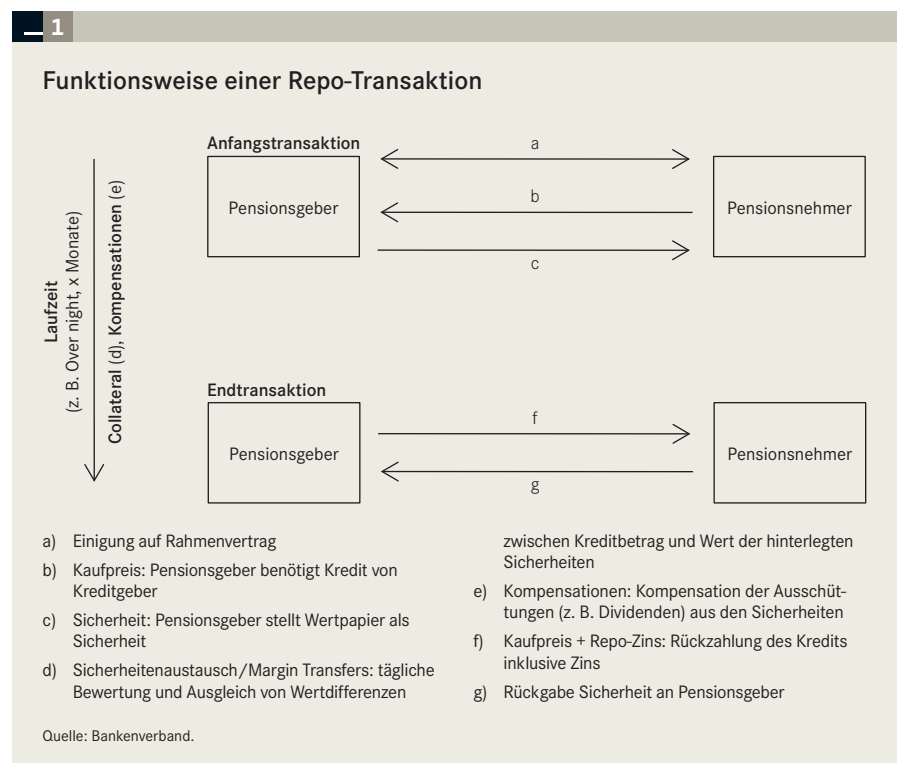
len Gegenparteien verbindlich. Repo-Geschäfte und OTC-Derivate sind also zentrale Treiber im Collateral Management. Tri-Party-Agents spielten allerdings in Abgrenzung zum Repo-Markt bisher für die Besicherung von OTC-Derivaten keine Rolle. Die aktuellsten Marktentwicklungen zur Umsetzung der Initial-Margin-Anforderungen ändern dies.

Die internationalen Großbanken, die als erste Gruppe Initial Margin stellen müssen, präferieren den Brutto-Transfer der bilateral zu stellenden Initial Margin mit Wertpapieren über Tri-Party-Agents abzuwickeln. Die Gemeinsamkeiten der Infrastrukturen von Derivate- und Repo-Markt werden damit weiter vergrößert. Die Tendenz ist eindeutig: Beide Geschäftsarten legen eine standardisierte und zentralisierte prozessuale Abwicklung insbesondere im Collateral Management nahe ► 3.

### Regulatorische Anforderungen der SFTR

Der Markt für Repo-Geschäfte war – anders als der Derivatehandel – bisher von

Gesetzesänderungen im Anschluss an die Finanzkrise weitestgehend verschont geblieben. Bis zur Ende Dezember innerhalb der EU in Kraft getretenen SFTR. Ihr Ziel ist die Erhöhung der Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften. Die Anforderungen lassen sich in drei Bereiche aufteilen: Meldepflichten an Transaktionsregister, Transparenzanforderungen an die Weiterverwendung von Sicherheiten sowie Transparenz gegenüber Investoren für den Einsatz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften in Fonds. Zwar werden in der SFTR explizit die Überschneidungen mit der European Market Infrastructure Regulation (EMIR) angesprochen, doch beschränken sich diese im Wesentlichen auf die Anforderungen zur Meldung von Transaktionsdaten. Im Gegensatz zu EMIR gibt es aber keine Vorgaben an die Kapitalmarktinfrastruktur, etwa eine verpflichtende Nutzung von zentralen Gegenparteien, oder Anforderungen an zulässige Arten von Sicherheiten. Auch werden keine Anforderun-



gen an CCPs und deren Risikomanagement unter der SFTR eingeführt.

Für Banken sind neben der Meldepflicht auch andere qualitative Transparenzanforderungen in Zukunft zu beachten. Die Wiederverwendung von Sicherheiten unterliegt dabei zwei neuartigen Anforderungen: Erstens muss der Sicherheitennehmer den Sicherheitengeber über die Risiken und Konsequenzen einer Wiederverwendung aufklären. Zweitens müssen sich beide Parteien beim Sicherheitenaustausch schriftlich über die Weiterverwendungen einigen. Der Fokus liegt demnach eindeutig auf der Erhö-

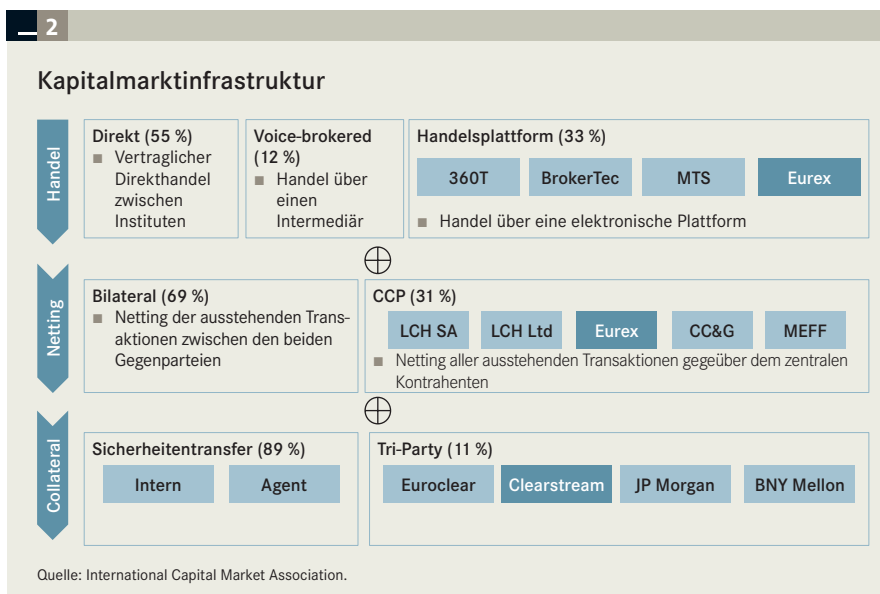
hung der Transparenz und nicht auf der Absicherung von Systemrisiken, wie dies bei der Derivateverordnung EMIR der Fall war.

### Meldepflichten von Transaktionsdaten

Neben diesen Aspekten ist aus Sicht eines anstehenden Implementierungsprojekts zur Umsetzung der SFTR die Meldepflicht von Transaktionsdaten als der größte Aufwandstreiber anzusehen. Gemäß SFTR müssen beide Parteien ihre Transaktionen sowie jede Änderung oder Beendigung an ein Transaktionsregister melden. Die Meldefrist ist auf spätestens

einen Werktag nach Abschluss bzw. Änderung festgelegt, die Transaktionen müssen aufgezeichnet und archiviert werden. In der Meldung sollen neben transaktionsbasierten auch kontrahentenspezifische Informationen enthalten sein sowie umfangreiche Informationen zu den verwendeten Sicherheiten. Ein Meldefomular wird derzeit von den europäischen Behörden gemeinsam mit Verbänden und der Industrie ausgearbeitet.

Erste Konsultationen warfen zahlreiche Fragen auf und zeigen einen großen Abstimmungs- und Korrekturbedarf. So ist die Meldepflicht zu T+1 nicht immer realistisch, da Daten zu Sicherheiten bei General Collateral Repos erst am Tag des Settlements vorliegen. Weitere Herausforderungen bestehen in der verpflichtenden Implementierung einer eindeutigen Handelsgeschäfts-Kennung (Unique Transaction Identifier, UTI), um Geschäfte identifizieren und ausgetauschte Sicherheiten zuordnen zu können, sowie in der verpflichtenden Angabe umfangreicher Referenzdaten zu den jeweiligen Sicherheiten. Gewährleistet werden müssen hierfür sowohl die Datenverfügbarkeit als auch das Mapping der Datensätze. Insgesamt gibt es demnach Parallelen, aber auch neue Herausforderungen für die Meldung gegenüber vergleichbaren Anforderungen der EMIR.



### Regulatorisches Umfeld der SFTR

Aktuell steht die SFTR noch nicht im Fokus der Marktteilnehmer. Die anstehenden Umsetzungen für diverse regulatorische Projekte sind zu umfangreich. Die größte Nähe der SFTR besteht zu den Anforderungen an den Handel mit Finanzinstrumenten (MiFID II / MiFIR) und der Derivateabwicklung unter EMIR. Die drei Regularien weisen große Gemeinsamkeiten im Hinblick auf die Meldepflichten auf, da umfangreiche Transaktionsdaten zeitnah an ein Transaktionsregister gemeldet werden müssen. Die Meldepflichten für EMIR gelten seit 2014, die für

MiFID II / MiFIR und SFTR werden nach aktuellem Stand 2018 in Kraft treten.

### Auswirkungen auf die Marktteilnehmer

Der Umfang und die Art der Meldeanforderungen der SFTR sind mit EMIR vergleichbar, sodass definierte Prozesse und im Einsatz befindliche Systeme als Ausgangspunkt für die Umsetzung genutzt werden sollten. Sofern die Prozesse EMIR-konform, schlank und effizient aufgesetzt sind, ist die Berücksichtigung der neuen Anforderungen vergleichbar mit einem Neuprodukteprozess. Das Umsetzungsprojekt ist dann weniger mit strategischen Fragestellungen konfrontiert und konzentriert sich auf die Erweiterung der bestehenden Meldeinfrastruktur für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte, zum Beispiel die Anbindung einer Datenquelle für Referenzdaten zu Sicherheiten an das Meldesystem. Sowohl Systemanbieter als auch Transaktionsregister signalisieren bereits eine Erweiterung ihres Angebots.

Letztlich stellt sich für die Anbieter von Meldelösungen die Frage, wie groß die Kundenbasis für eine Erweiterung für die SFTR sein wird. Die Anzahl der betroffenen Marktteilnehmer und Geschäfte ist unter EMIR marktweit betrachtet höher als unter der SFTR. Bieten Banken unter EMIR oft einen Meldeservice an, muss dies nicht zwangsläufig auch für SFTR sinnvoll sein. An dieser Stelle sei auf die schrittweise Einführung der Meldepflicht hingewiesen: Nicht-Banken müssen erst neun Monate nach den Kreditinstituten ihre Meldungen abgeben. Auch die SFTR enthält demnach Potenzial für strategische Fragestellungen im Hinblick auf Angebot und Informationstechnologie.

### Empfehlungen für die Umsetzung

Bei der Umsetzung von SFTR ist wichtig, sich zunächst einen Überblick über die genutzte Kapitalmarktinfrastruktur zu verschaffen, um anschließend strategische Fragestellungen anzustoßen und das

Potenzial für eine einheitliche IT-Strategie zu prüfen. Ausgangspunkt sollte daher die Analyse meldepflichtiger Felder sein, um Datenquellen und betroffene Schnittstellen zu identifizieren. Da Wertpapierfinanzierungsgeschäfte auf unter-

ten in Betracht. Auch hinsichtlich des Meldeservices für Bankenkunden sind die Vor- und Nachteile der EMIR-Lösung rückwirkend zu betrachten, um der strategischen Diskussion ausreichend Erfahrungswerte beizusteuern.

Die erweiterten umfangreichen Meldeanforderungen im Kapitalmarkt legen eine einheitliche und zentrale Datenkonsolidierung nahe.

schiedliche Weise gehandelt und abgewickelt werden können, sind die meldepflichtigen Felder je nach Kapitalmarktinfrastruktur anders und individuell zu befüllen und mit unterschiedlichen Datenpflegeprozessen verknüpft (siehe dazu ebenfalls ► 2). Die eigene Geschäftstätigkeit bestimmt die Anzahl der Schnittstellen und ist ein erster Indikator für den Implementierungsaufwand. So lassen sich parallel Datenlücken und kritische Datenfelder (z. B. der UTI oder die umfangreichen Referenzdaten zu den Sicherheiten) identifizieren.

Auf Basis dieses ersten Überblicks lässt sich ein Grobkonzept erstellen, in dem die offenen strategischen Fragestellungen diskutiert werden können. Dabei sollte jedes Institut seine Entscheidungen und die Anbieter der EMIR-Meldeinfrastruktur einem Review unterziehen: Ist die Meldeinfrastruktur für EMIR strategisch richtig oder handelt es sich noch um eine taktische Lösung, die aufgrund einer übereilten Umsetzung implementiert wurde? Ist Letzteres der Fall, sollte auf Basis der erweiterten Meldeanforderungen für Derivate nach EMIR eine IT-Strategie zur Umsetzung der beiden naheliegenden Anforderungen unter SFTR und EMIR erstellt werden.

EMIR hat gezeigt, dass es bei dieser IT-Strategie kein Patentrezept gibt: Neben dem Aufbau neuer Front-Office-naher Datenhaushalte und unabhängiger Meldesysteme kamen auch oft Risikocontrolling-Systeme zur Konsolidierung der Da-

Insgesamt lässt sich auf diese Weise ein umfassendes Zielbild für die eigene Meldeinfrastruktur für tagesaktuelle Meldungen von Transaktionsdaten ableiten. Die endgültige Spezifizierung der Anforderung sollte mit dem regulatorischen Prozess in Einklang stehen, der noch zu erheblichen Änderungen innerhalb der Konsultation führen kann. Dennoch darf nicht zu lange gewartet werden, um ausreichend Zeit für strategische Analysen zu haben.

### Fazit

Die Kapitalmarktinfrastruktur für Repos und Derivate wird immer ähnlicher. Aufgrund dieser Ähnlichkeit liegt eine standardisierte und zentralisierte prozessuale Abwicklung insbesondere im Collateral Management nahe. Die neue Regulierung SFTR im Repo-Bereich wird für die Banken insbesondere im Meldewesen Aufwand erzeugen. Hier bietet EMIR den Banken eine Erfahrungsgrundlage und eventuell eine Meldeweseninfrastruktur, welche die Banken für die gezielte Umsetzung von SFTR nutzen können. Unter Berücksichtigung der EMIR-Meldeanforderungen sollten die Banken strategisch entscheiden, wie eine Gesamteldeinfrastruktur aussehen könnte und ob sie einen Meldeservice für ihre Kunden anbieten. ■

**Autoren:** Thomas Simon ist Experte im Bereich Kapitalmarktinfrastruktur bei der Exprio GmbH. Felix Offermann ist unabhängiger Management-Berater mit dem Fokus Regulatorik.