

Das Repo – ein neues geldpolitisches Instrument

von Philippe Cottier, Ressort Devisenhandel,
Schweizerische Nationalbank.

Aus dem Französischen übersetzt von Katrin Alig.
Der Autor dankt Frau Alig auch für Diskussionen
und Kommentare zu einer früheren Version
dieses Aufsatzes.

Seit dem 20. April 1998 schliesst die Schweizerische Nationalbank Repo-Geschäfte¹ ab. Dabei versorgt sie ihre Gegenparteien während einer fixierten Laufzeit mit Liquidität und pensioniert im Gegenwert Titel bei sich. Im Gegensatz zum Ausland, wo sich die Repo-Märkte z.T. bereits seit längerem etabliert haben, stellt das Repo auf dem Schweizer Geldmarkt eine Novität dar. Die Schweiz ist daran, ihren Rückstand aufzuholen und eine weltweit einzigartige Infrastruktur für den Handel, die Abwicklung und die Verwaltung von Repos aufzubauen. Die Nationalbank spielt bei dieser Entwicklung eine wichtige Rolle.

Im vorliegenden Artikel werden zuerst die Merkmale des Repo-Geschäftes beschrieben, bevor die Umstände aufgezeigt werden, welche zur Entstehung des Schweizer Repo-Marktes geführt haben. Nach diesem allgemeinen Teil wird auf die Gründe eingegangen, weshalb die SNB die Repo-Geschäfte in ihr geldpolitisches Instrumentarium aufgenommen hat und dargelegt, wie Repo-Geschäfte mit der SNB abgeschlossen werden, welche Titel sie akzeptiert und wie sich der Bestand ihrer Repos entwickelt hat. Anschliessend werden der elektronische Repo-Handel vorgestellt und die Dienstleistungen der SEGA beschrieben, welche die automatische Titelauswahl, die Zug-um-Zug-Abwicklung und das Risikomanagement während der Repo-Laufzeit umfassen.² Das letzte Kapitel befasst sich mit den juristischen Aspekten und geht auf die gesetzlichen Anpassungen ein, welche zum Aufbau eines Schweizer Repo-Marktes nötig waren.

1. Merkmale des Repo-Geschäftes

Bei einem Repo werden Titel verkauft mit der gleichzeitigen Verpflichtung eines Rückkaufs zu einem späteren Zeitpunkt. Der Rückkaufpreis errechnet sich aus dem Kaufpreis und dem Zinssatz. Das Repo ist grundsätzlich mit einem gedeckten Kredit vergleichbar, weist aber zwei zusätzliche Charakteristika auf. Erstens ist für den Fall, dass während der Laufzeit die Kursschwankungen auf der Titelseite zu einer Über- oder Unterdeckung des Kredits führen, ein Margenausgleich vorgesehen, bei welchem die Differenz durch eine entsprechende Lieferung von Titeln oder Geld ausgeglichen wird. Zweitens werden eventuelle Zins- oder Dividendenzahlungen an den ursprünglichen Eigentümer der Titel transferiert, da dieser wirtschaftlich Begünstigter bleibt.

Beim Repo werden zwei Formen unterschieden: Das *General Collateral (GC)* und das *Special*. Beim *GC*

handelt es sich um ein Geldmarktgeschäft, bei welchem eine Partei einen Refinanzierungsbedarf hat und die Gegenpartei einen Mittelüberschuss plazieren möchte. Weil dabei die Geldseite im Vordergrund steht, muss beim Abschluss nicht spezifiziert werden, welche Titel geliefert werden. Der Geldnehmer hat das Recht, diese beliebig aus einem im voraus bestimmten Korb zu wählen. Im Gegensatz dazu handelt es sich bei einem *Special* um ein Kapitalmarktgeschäft, und der Handel eines bestimmten Wertpapiers stellt die Motivation zum Geschäftsabschluss dar. Es wird deshalb bereits beim Abschluss fixiert, welcher Titel übergeben werden soll. Der Repo-Preis entspricht dabei dem Zinssatz für ein GC mit der gleichen Laufzeit, abzüglich der speziellen Leihgebühr für den Titel. Derjenige, der den Titel ausleiht, kann durch den Abschluss eines *Specials* einen zusätzlichen Ertrag erzielen. Die Gegenpartei borgt den Titel aus, um dadurch z.B. einer Lieferverpflichtung nachkommen zu können, ohne den Titel sofort kaufen zu müssen. Auf dem Schweizer Repo-Markt werden beide Typen gehandelt. Die SNB benutzt zur Umsetzung ihrer Geldpolitik allerdings nur den GC-Repo.

Das Repo ist aus mehreren Gründen ein attraktives Finanzinstrument. Zunächst bietet es durch die Deckung der Geld- und Titelseite eine höhere Sicherheit. Dadurch stellt es im Vergleich zum herkömmlichen, ungedeckten Depot-Geschäft eine günstigere Refinanzierungsquelle dar. Die Deckung erlaubt zudem, Repo-Geschäfte auch mit jenen Instituten abzuschliessen, welchen bisher aus Bonitätsgründen keine Depot-Limite zugesprochen worden war. Weiter binden Repos gemäss dem schweizerischen Bankengesetz deutlich weniger Eigenmittel als Blankokredite. Verpflichtungen aus Interbank-Repos werden auch in den Liquiditätsvorschriften bevorzugt behandelt.

1 Abkürzung für *repurchase agreement* (Rückkaufsvereinbarung).

2 Weitere Einzelheiten können dem Leitfaden von Dr. R. Wechsler «Das Repo-Geschäft. Eine Innovation am Schweizer Finanzmarkt» entnommen werden. Hrsg. SBVg, SNB, SEGA, Intersettle, SWX, Mai 1998.

2. Entstehung des Schweizer Repo-Marktes

Die Tatsache, dass der Repo-Handel in der Schweiz trotz diesen Vorzügen erst in diesem Frühjahr aufgenommen wurde, hat unter anderem einen steuerlichen Grund. Repos unterlagen bis Anfang 1997 der Stempelsteuer, weil sie als Käufe/Verkäufe von Titeln betrachtet wurden. Diese Abgabepflicht wirkte prohibitiv. Neben der Änderung der steuerlichen Praxis wurde der Aufbau eines Repo-Marktes in der Schweiz zusätzlich durch das Interesse der SNB am Repo stimuliert, welche mit der Revision des Nationalbankgesetzes 1997 ausdrücklich befugt wurde, Repos abzuschliessen.

Weil das Geschäft mit sehr komplexen Operationen verbunden ist, bedurfte es zur erfolgreichen Verbreitung des Repo-Handels einer gewissen Automatisierung der Abläufe. Die SEGA, die Depotstelle und Wertschriftenclearing-Organisation der Schweizer Banken, erkannte die sich öffnende Marktlücke. Vor dem Hintergrund, dass die Aufnahme des Repo in das geldpolitische Instrumentarium der SNB einen Mindestumsatz garantierte, schuf sie auf der Basis ihrer bestehenden, hochentwickelten Infrastruktur ein Repo-Abwicklungssystem. Dieses ist hinsichtlich des Automatisierungsgrades weltweit führend. Sämtliche nach dem Geschäftsabschluss anfallenden Abläufe werden völlig automatisiert. Ab 1999 wird auch der Abschluss elektronisch erfolgen können.

Die SNB arbeitete bei der Realisierung und Förderung des Projektes eng mit der SEGA zusammen und schloss seit der Lancierung des Handels im April 1998 Repo-Geschäfte ab. In den ersten Monaten bestand der Repo-Handel fast ausschliesslich aus Operationen zwischen der SNB und den Geschäftsbanken. Die Nationalbank betrachtet aber das Repo nicht nur als geldpolitisches Instrument, sondern ist auch daran interessiert, dass es im Geldmarkthandel die ungesicherten Depot-Geschäfte ablöst. Aus diesem Grund wurde das Repo-System der SEGA in erster Linie den Bedürfnissen des Interbankenhandels angepasst. Die SNB wickelt ihre Repo-Geschäfte über die SEGA ab, damit ihre Partner die Titel nicht dauernd bei ihr deponieren müssen und dadurch dem Interbankenmarkt nicht unnötig repofähige Papiere entzogen werden.

3 Bei einem Devisenswap kauft die SNB Devisen (früher US-Dollar, heute eher D-Mark) mit der gleichzeitigen Vereinbarung, diese zu einem fixierten Termin und Kurs wieder zurückzukaufen. In der Regel wird der Kauf *spot* (zwei Arbeitstage nach dem Geschäftsabschluss) mit einer Laufzeit von einem bis drei Monaten abgeschlossen. Während der Swaplaufzeit erhöht sich die Notenbankgeldmenge, weil die

SNB den Franken-Betrag den Girokonti der Banken gutschreibt. Der Devisenbetrag wird auf einem Konto der SNB bei einer Korrespondenzbank (D-Mark bei der Bundesbank, US-Dollar beim Fed) gutgeschrieben. Nach Ablauf des Geschäfts werden die Girokonti wieder belastet und die Devisen via Korrespondenzbank den Gegenparteien gutgeschrieben.

4 GMBF sind Geldmarktbuchforderungen des Bundes oder einiger Kantone mit einer Laufzeit von 3 bis 12 Monaten, welche auf Diskontbasis ausgegeben werden. Bis Ende April 1998 schloss die

3. Motivation der SNB

Die SNB hat das Repo in ihr Instrumentarium aufgenommen, um ihren Spielraum bei der Implementierung der Geldpolitik zu erhöhen. Der geldpolitische Kurs wurde dadurch nicht verändert.

Das Repo weist gegenüber den bisherigen Instrumenten der SNB klare Vorteile auf. Die Devisenswaps³ sind mit einem Erfüllungsrisiko verbunden, da der Gegenwert in Schweizerfranken den Girokonti der Gegenparteien gutgeschrieben wird, bevor eine Bestätigung über den Erhalt des entsprechenden Fremdwährungsbetrages bei der Korrespondenzbank eingegangen ist. Beim USD-Swap erhöht sich dieses Risiko durch die Zeitverschiebung zusätzlich. Während der Swaplaufzeit öffnet sich ein weiteres Risikofenster in Form des Marktrisikos, weil bei einem Ausfall des Swappartners und einem gleichzeitigen Rückgang des Devisenkurses der übernommene Fremdwährungsbetrag mit einem Kursverlust verkauft werden muss. Ein weiterer Nachteil von Devisenswaps besteht in der Begrenzung des Kreises der Geschäftspartner der SNB auf jene Banken, welche über Devisenbestände verfügen. Bei der Liquiditätsplanung müssen zudem Feiertage im Land der betroffenen Währung berücksichtigt werden. Die GMBF-Swaps⁴ waren sowohl bezüglich des Liquiditätspotentials als auch der möglichen Gegenparteien der SNB beschränkt. Sie wurden deshalb kurz nach der Einführung des Repo aus dem Instrumentarium gestrichen. Mit den Weiterplazierungen von Bundesgeldern⁵ schliesslich kann die SNB keine zusätzliche Liquidität

SNB GMBF-Swaps ab, bei welchen sie die Titel per Kassa kaufte und auf Termin verkaufte. Im Gegensatz zu einem Repo gab es keinen Margenausgleich, und die GMBF befanden sich nicht im SEGA-Depot der Geschäftsbanken, sondern im Unterregister bei der SNB. Die Banken können ihre GMBF-Bestände seit dem Wegfall der GMBF-Swaps zur Refinanzierung über das Repo-Geschäft nutzen.

5 Die SNB darf die Gelder, die der Bund bei ihr angelegt hat, bei den Banken weiterplazieren und so einen vorausgegangenen Liquiditätsabfluss von den Girokonti der Banken zum Bundeskonto kompensieren (das Bundeskonto ist nicht Bestandteil der Notenbankgeldmenge). Die Laufzeiten dieser ungesicherten Depot-Geschäfte liegen zwischen einem Tag und zwei Jahren. Weil das Gegenparteiennisiko beim Bund liegt, legt dieser fest, innerhalb welcher Limiten mit welchen Banken solche Geschäfte abgeschlossen werden dürfen.

schaffen, sondern nur einen vorausgegangenen Liquiditätsabfluss kompensieren. Zudem ist der Spielraum durch die vom Bund gesetzten Limiten stark eingegrenzt. Im Gegensatz dazu bietet sich mit dem Repo ein Instrument, welches nicht nur praktisch risikofrei ist und über ein erhöhtes Liquiditätspotential verfügt, sondern auch einem breiteren Kreis von Geschäftsbanken zugänglich ist.

Die Vergrößerung des Kreises der Geschäftspartner war ein wichtiges Anliegen der SNB bei der Einführung dieser neuen Geschäftsart. Um auch den kleineren und mittleren Banken den direkten Zugang zur SNB zu eröffnen, wurde die minimale Repo-Kontraktgrösse mit 1 Mio. Franken sehr tief angesetzt.

4. Geschäftsabschlüsse mit der SNB

Die SNB bietet ihre Geschäfte morgens in einem Auktionsverfahren oder im Laufe des Tages auf bilateraler Basis an. Bei der morgendlichen Auktion erkundigen sich die interessierten Banken pünktlich um 9.00 Uhr im Ressort Devisenhandel nach den angebotenen Geschäften und deren Konditionen:

- Devisenswaps: Währung, Laufzeit und Preis⁶
- Weiterplazierungen von Bundesanlagen: Laufzeit und Preis
- Repos: Laufzeit und Preis⁷

Die Auktionen werden in Form eines Mengentenders durchgeführt, d. h. der Preis ist fix, und die interessierten Banken bieten einen Betrag an. Auktionsrhythmus und Art der angebotenen Geschäfte sind flexibel, d. h. sie richten sich nach den Bedürfnissen der SNB. Es besteht deshalb keine Verpflichtung, täglich solche Operationen durchzuführen. Häufig wird auch nur ein Instrument – seit April meistens das Repo – verwendet. Es ist jedoch üblich, gleichzeitig verschiedene Laufzeiten anzubieten, wie z. B. ein Repo über zwei Tage (*overnight* und *tom/next*) und ein Repo über eine Woche.⁸ Die Laufzeiten richten sich nach den geldpolitischen Bedürfnissen und liegen in der Regel zwischen einem Tag und mehreren Monaten.

Nachdem die Banken über die Geschäftskonditionen informiert worden sind, können sie entweder ablehnen oder ein Angebot über einen Schweizer-

frankenbetrag (beim Repo und bei den Weiterplazierungen) oder über einen Fremdwährungsbetrag (beim Devisenswap) einreichen. Je nachdem, ob diese Angebote über oder unter dem Plansoll der SNB liegen, werden die Beträge gekürzt oder voll zugeteilt. Damit sind die wesentlichen Elemente des Geschäftes abgeschlossen. Beim Repo und bei den Devisenswaps müssen die Details zu einem späteren Zeitpunkt noch telefonisch festgelegt werden.⁹ Ab Oktober 1998 werden bei einem GC die Einzelheiten automatisch durch das Repo-System der SEGA fixiert. Die Geschäfte werden in Tranchen von max. 100 Mio. Franken unterteilt, um im Interesse einer effizienten Abwicklung Blockierungen zu verhindern. Während die Devisenswaps und die Weiterplazierungen gleichentags noch einer schriftlichen Bestätigung bedürfen, entfällt diese bei den Repos, weil die SEGA die Geschäftsaufträge automatisch auf Übereinstimmung überprüft (sog. *Matching*).

Beim derzeit geltenden Auktionsverfahren müssen alle interessierten Banken gleichzeitig bei der SNB anrufen. Mit der steigenden Zahl der Geschäftspartner wird dieses Vorgehen jedoch problematisch, weshalb sich eine Veröffentlichung der Konditionen auf den elektronischen Medien via Reuters oder Teletext aufdrängen könnte. Nach der Gründung des Elektronischen Repo-Marktes (ERM) wird die Nationalbank wahrscheinlich über dieses Medium mit den Geschäftsbanken kommunizieren.

6 Der Preis eines Devisenswaps wird aus der Differenz zwischen Kassa- und Terminkurs gebildet und drückt die Zinsdifferenz zwischen zwei Ländern aus. Der Kassakurs entspricht dem Marktkurs im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses. Beispiel: Ein Preis von -34 ergibt bei einem Kassakurs von 84.34 CHF – unabhängig von zwischenzeitlichen Kursbewegungen – einen Terminkurs von 84.00 CHF.

7 Z. B. «Wir bieten Liquidität über Repos an vom 14.–16. Juli 1998 zu 1,8% p. a.»

8 *Overnight* bedeutet, dass das Geschäft von heute bis zum nächsten Arbeitstag läuft. *Tom/next* entspricht einer Laufzeit vom nächsten (*tomorrow*) bis zum übernächsten (*next*) Arbeitstag. Ein Kontrakt über eine Woche beginnt ab dem übernächsten Arbeitstag (*spot*) und endet eine Kalenderwoche später.

9 Beim Devisenswap müssen zusätzlich Devisenkorrespondenten und Kassakurs vereinbart werden. Der Kassakurs ist wegen des normalerweise fehlenden Wechselkursrisikos eine rein rechnerische Grösse und dient zur Ermittlung des Terminkurses. Beim Repo müssen die gelieferten Titel (beim

GC) und deren Kaufpreis bestimmt werden. Dieser entspricht dem letztbezahlten Marktpreis oder dem Schlusskurs vom Vortag, zuzüglich den aufgelaufenen Marchzinsen. Die Bewertung der GMBF wird täglich von der SNB auf den Reuters-Seiten SNB13 und SNB14 veröffentlicht. Der Rückkaufpreis, welcher der Summe aus Kaufpreis und Repo-Zins entspricht, wird zwischen den Parteien abgestimmt.

Während des Tages kann die SNB auch Geschäfte auf bilateraler Basis abschliessen, sofern ein entsprechender Liquiditätsbedarf besteht. Dabei können sowohl Zins als auch Laufzeit von den Konditionen der morgendlichen Auktion abweichen. Weil keine Verpflichtung der SNB besteht,¹⁰ jederzeit über Repos Geld anzubieten, bleibt die Lombardkreditlimite weiterhin die einzige Finanzierungsquelle, welche die Geschäftsbanken in jedem Fall beanspruchen können. Allerdings liegt hier der Zinssatz 2% über dem aktuellen Tagesgeldsatz.¹¹ Ab Herbst 1998 wird das System der SEGA auch den Abschluss von Intraday-Repos unterstützen, bei welchen zur Finanzierung von Bedarfsspitzen die Mittel nur für einige Stunden zur Verfügung gestellt werden und vor dem Tagesende wieder zurückfliessen. Es ist denkbar, dass die SNB diese Fazilität ebenfalls in ihr Instrumentarium aufnehmen wird.

Prinzipiell richtet sich die SNB bei der Festlegung ihrer Preise nach der aktuellen Zinssituation, obwohl diese wiederum stark vom Verhalten der SNB abhängig ist. Im Zuge der Ausdehnung des GC-Handels dürften die Repo-Sätze den Charakter von Referenzsätzen erhalten. Die SNB beabsichtigt gegenwärtig nicht, dem Repo-Satz eine Leitzinsfunktion zu geben; dazu müssten die Repo-Geschäfte immer mit der gleichen Laufzeit abgeschlossen werden. Die Auktionsergebnisse werden nicht veröffentlicht.

10 Leo Schürmann, Nationalbankgesetz und Ausführungserlasse, Kommentar und Textausgabe, Hrsg. Stämpfli, Bern 1980, §6 des Kommentars zu Art. 14.
11 Nationalbankgesetz Art. 14 Ziff. 4. Der Lombardsatz variiert täglich und wird auf den Seiten SNB01 (Reuters) und 8629 (Tele-rate) veröffentlicht. Er wird aus dem Durchschnitt der Tagesgeldsätze der beiden vorangegangenen Tagen errechnet und auf 1/8 Prozent gerundet.

12 Nationalbankgesetz Art. 14: «Die Nationalbank ist befugt, folgende Geschäfte zu betreiben:
1. ...
2. An- und Verkauf sowie Pensionierung von Schatzanweisungen und Schuldverschreibungen des Bundes sowie von eidgenössischen Schuldbuchforderungen, von Schuldverschreibungen der Kantone und der Kantonalbanken im Sinne des Bankengesetzes, von Pfandbriefen der schweizerischen Pfandbriefzentralen, von leicht realisierbaren Schuldverschreibungen anderer schweizerischer Banken und von Gemeinden;

5. Der SNB-Korb

Um sich über ein Repo-Geschäft bei der SNB refinanzieren zu können, müssen ihr die Geschäftsbanken Titel verkaufen. Die SNB kann aber nicht alle Titel akzeptieren, da sie gesetzlichen Vorschriften unterworfen ist.¹² Aus diesem Grund hat sie einen Korb mit Effekten definiert, welche im Repo-Handel mit der SNB als GC geliefert werden können und aufgrund ihrer ISIN¹³ identifizierbar sind. Die SNB führt eine entsprechende Liste und teilt jede Änderung des Korbes unverzüglich der SEGA mit.

Momentan ist der SNB-Korb nach folgenden Kriterien definiert:

1. Die Titel müssen auf Schweizerfranken lauten und Liberierung, Zins- und Rückzahlung müssen in Schweizerfranken erfolgen.

2. Die Titel müssen an einer anerkannten Börse oder an einem repräsentativen Markt gehandelt werden¹⁴ und durch die SEGA oder INTERSETTLE lieferbar sein.

3. Zugelassen werden nur Titel aus Emissionen, deren Betrag mindestens 100 Mio. Schweizerfranken erreicht. Diese Regelung wurde aus Liquiditätsüberlegungen aufgenommen, weil bei Emissionen mit geringerem Volumen eine adäquate Marktbewertung erschwert ist.

4. Die SNB akzeptiert folgende Titelarten:

- Anleihen mit festem Zinssatz («straight»)
- Anleihen mit variablem Zinssatz
- Optionsanleihen ex Option
- Geldmarktbuchforderungen

Nachrangige Anleihen und Wandelanleihen sind nicht zugelassen. Eigene Schuldverschreibungen der SNB gemäss Art. 14 Ziff. 2^{bis} des Nationalbankgesetzes werden nicht erwähnt, weil sie seit Anfang der achtziger Jahre nie mehr emittiert wurden.

2^{bis}. Ausgabe und Rückkauf sowie Pensionierung von eigenen, verzinslichen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von höchstens zwei Jahren, soweit dies zum Zwecke der Offenmarktpolitik nötig ist;

3. An- und Verkauf (per Kasse oder Termin) sowie Pensionierung von Wechseln und Checks auf das Ausland mit mindestens zwei Unterschriften, die unabhängig voneinander Zahlungsfähigkeit gewährleisten, und mit einer Verfallzeit von höchstens sechs Monaten,

von leicht realisierbaren Schuldverschreibungen ausländischer Staaten, internationaler Organisationen oder ausländischer Banken, von anderen Guthaben auf das Ausland mit einer Verfallzeit von höchstens zwölf Monaten, von Derivaten (Optionen, Futures, Forward Rate Agreements), soweit sie dazu bestimmt sind, Marktrisiken auf den Schuldverschreibungen und Guthaben auf das Ausland zu steuern;»

13 International Security Identification Number.

14 Bankenverordnung Art. 12g.

5. Die SNB akzeptiert folgende Schuldnerkategorien:¹⁵

- Bund
- Kantone
- Andere Schuldner mit ausdrücklicher Garantie des Bundes oder eines Kantons
- Schweizer Gemeinden und deren Emissionszentralen
- Schweizerische Pfandbriefzentralen
- Ausländische Staaten (Zentralverwaltungen) mit einem Mindest-Rating
- Andere Schuldner mit ausdrücklicher Garantie eines ausländischen Staates und einem Mindest-Rating
- Internationale Organisationen mit einem Mindest-Rating
- Ausländische Banken mit einem Mindest-Rating.

Die SNB akzeptiert keine Titel von inländischen Banken, weil sie dem Schweizer Bankensystem keine Kredite gewähren will, welche ihrerseits durch Effekten des selben Bankensystems gedeckt sind. Für alle ausländischen Schuldner entspricht das Mindest-Rating A (*Standard & Poors*) oder A2 (*Moody's*). Titel mit einem Mindest-Rating, bei denen eine Zurückstufung geprüft wird, sind nicht zugelassen. Der Geldnehmer darf weder eigene Titel noch solche der gleichen wirtschaftlichen Einheit liefern. Ab einer Beteiligung von 20% gilt eine Firma als Teil der wirtschaftlichen Einheit. Beteiligungen an Pfandbriefanstalten sind von dieser Regelung ausgenommen.

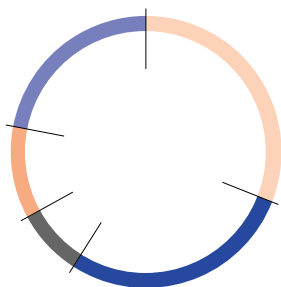
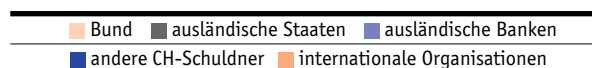
Grafik 1 zeigt den nach Schuldnerkategorien eingeteilten SNB-Korb, welcher Titel mit einem Gesamtvolumen von ca. 180 Mrd. Franken umfasst. Er wurde bewusst breit definiert, damit er auch im GC-Handel zwischen den Banken angewendet werden kann, und die Liquidität nicht auf mehrere, sich konkurrierende Körbe aufgeteilt wird. Der Grossteil der repofähigen Titel befindet sich in den Kundendepots. Weil beim Repo auch geborgte Effekten eingesetzt werden dürfen, können die Titel aus den Kundenbeständen über das *Securities-Lending* für das Repo-Geschäft nutzbar gemacht werden.

Die bisherige Erfahrung hat gezeigt, dass die Banken in erster Linie Titel des Bundes liefern (GMBF und Obligationen). Dies ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass sie davon grössere Blöcke besitzen. Da zur Zeit für jeden Valor noch ein separates Repo-Geschäfte abgeschlossen werden muss, steigt der Aufwand mit der Anzahl der gelieferten Titelkategorien. Ab Herbst 1998 dürften vermehrt auch kleinere Blöcke verwendet werden, weil dann die Auswahl der gelieferten Effekten automatisch über den *GCselect* erfolgen wird.

Sobald das Repo-System der SEGA auch Titel in Fremdwährungen administrieren kann, wird die SNB ihren Korb voraussichtlich entsprechend erweitern, sofern das Prinzip «Lieferung gegen Zahlung» beachtet werden kann. Dadurch könnten sich auch ausländische Gegenparteien, welche oft keine Titel in Schweizerfranken halten, am Repo-Markt beteiligen.

Der SNB-Korb

Grafik 1



¹⁵ Nationalbankgesetz Art. 14 Ziff. 2 (Schweizer Schuldner) und Ziff. 3 (ausländische Schuldner).

6. Das Repo-Volumen der SNB

Die Forderungen der SNB aus ausstehenden Repo-Geschäften sind bereits in den ersten Wochen schnell angestiegen und schwanken seit Juli 1998 zwischen 8 und 12 Mrd. Franken (siehe Grafik 2).

Bisher nutzte die SNB die Repo-Geschäfte nur zur Liquiditätsschaffung. Es ist aber auch möglich, über Repos Liquidität abzuschöpfen. Das Bedürfnis zur Geldschöpfung ergibt sich aus dem temporären Charakter der Finanzierung der Notenbankgeldmenge. Die den Banken mittels Repos, Devisenswaps und Weiterplazierungen zur Verfügung gestellte Liquidität muss bei Fälligkeit wieder zurückbezahlt werden. Um ein Austrocknen des Marktes zu verhindern, wird der Liquiditätsabfluss durch den Abschluss neuer Geschäfte kompensiert. Daneben generiert aber auch jede Erhöhung der Gironachfrage der Banken, des Notenumlaufs und des Bundeskontos einen Liquiditätsbedarf.

Das Repo ist bereits in den ersten Monaten nach der Eröffnung des Repo-Marktes zum Hauptinstrument der SNB geworden (siehe Grafik 3).

7. Elektronischer Handel

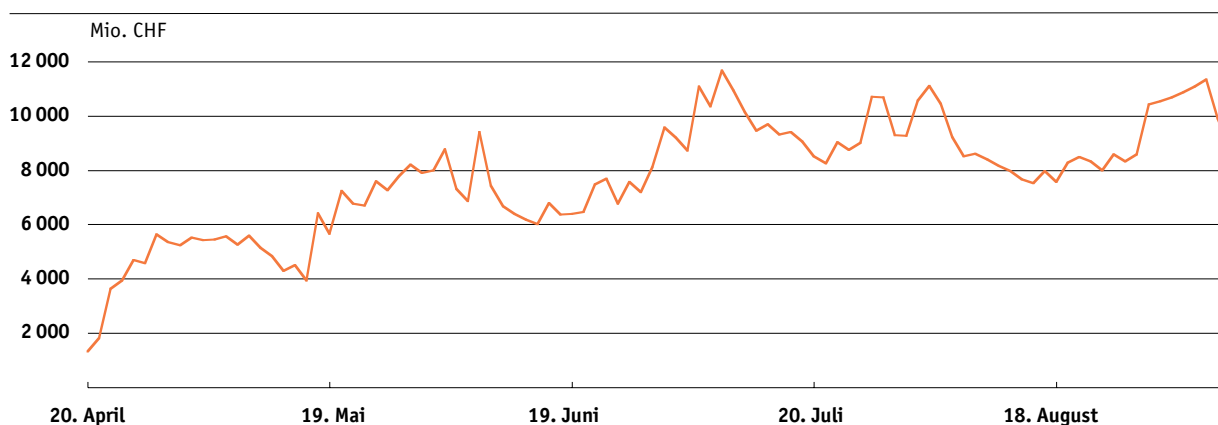
Gegenwärtig wird der Repo-Handel in der Schweiz telefonisch abgeschlossen. Ab 1999 stellt die Schweizer Börse (SWX) eine Plattform für den elektronischen Repo-Handel zur Verfügung. Um den Zugang nicht auf die Mitglieder der Schweizer Börse zu beschränken und Markteintrittskosten zu umgehen, wird der elektronische Repo-Markt (ERM) vom Börsenhandel unabhängig sein. Die Dienstleistungen der SWX werden auch internationalen Teilnehmern zugänglich sein. Es könnten dann auch Fremdwährungen gehandelt werden, und das ERM wird auch jenen Instituten zur Verfügung stehen, die nicht Mitglied der SEGA oder INTERSETTLE sind. Die Einführung des elektronischen Repo-Handels wird in zwei Phasen stattfinden.

a) Off market

Zuerst wird ein *off-market*-System errichtet. Die Bank, welche ein Repo abschliessen möchte, gibt ihre Absichten einem, mehreren oder sämtlichen angeschlossenen Teilnehmern über eine unverbindliche Anzeige (*statement of interest*) bekannt. Die interessierten Institute reichen dem Absender ihre Offerte ein, welche dieser ganz oder teilweise akzeptieren, ablehnen oder ignorieren kann. Es besteht auch die Möglichkeit, eine Gegenofferte einzureichen. Die Offerten besitzen eine zeitlich begrenzte Gültigkeit. Wird ein Angebot akzeptiert, geht der Auftrag automatisch an die SEGA weiter (soweit beide Partner durch die SEGA abwickeln) und muss nicht nochmals erfasst werden. Die SNB wird ihre Auktionen auch über die elektronische Plattform abschliessen, sofern sich das System dafür eignet.

Repo-Bestand

Grafik 2



b) On market

In einer zweiten Phase treffen im *on-market*-System Angebote und Nachfrage für Standardkontrakte automatisch aufeinander. Die Teilnehmer geben ihre Offerten in das System ein. Dieses überprüft, ob ein entsprechendes Angebot innerhalb der eingereichten Preislimite vorliegt und schliesst das Geschäft automatisch zum bestmöglichen Preis ab. Stehen mehrere identische Angebote zur Verfügung, wird jenes berücksichtigt, welches zuerst eingegeben wurde. Ein Geschäft kann auch nur über einen Teilbetrag abgeschlossen werden, sofern dies nicht im vornherein vom Anbieter ausgeklammert wurde. Obwohl erst beim Abschluss der Absender des Angebotes bekannt wird, sind im Interesse der Markttransparenz die angebotenen Mengen pro Preis ersichtlich. Im weiteren wird die elektronische Handelsplattform durch ein Limitensystem ergänzt. Dadurch lässt sich der Kreis der Geschäftspartner und das Volumen pro Gegenpartei begrenzen.

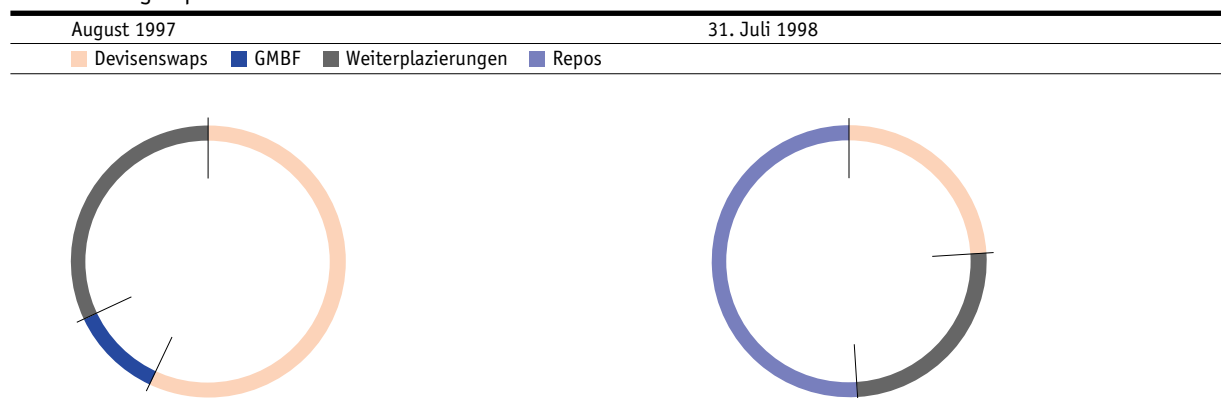
8. Lieferung von Geld und Titeln

Die SNB wickelt ihre Repo-Geschäfte über das SECOM-System¹⁶ der SEGA ab. Dank der Schnittstelle zum Zahlungsverkehrssystem SIC¹⁷ können Lieferung und Zahlung zeitgleich – also Zug-um-Zug – ausgeführt werden. Der Frankenbetrag wird dem SIC-Konto des Geldnehmers gutgeschrieben, und die verkauften Titel werden auf dem Depot des Geldgebers bei der SEGA eingebucht. Die damit verbundene Ausschaltung des Erfüllungsrisikos war eine Voraussetzung dafür, dass die SNB den Repo-Handel überhaupt aufnahm. Diejenigen Repo-Geschäfte, welche an einem vorangegangenen Tag abgeschlossen worden waren, werden am Valutatag ab 8.00 Uhr morgens abgewickelt. Dadurch wird verhindert, dass die während der Nacht eingegebenen Zahlungen nicht durch die prioritätsmässig übergeordneten und betragsmässig umfangreichen Repo-Zahlungen blockiert werden. Die Repos, bei welchen die Kassatransaktion gleichentags stattfindet, können ausgeführt werden, sobald das SECOM-System die Aufträge der Geschäftspartner abgeglichen (*gematched*) hat.

Nach dem 26. Oktober 1998 wird es dank einem automatischen Titel-Selektionsprogramm (*GCselect*) nicht mehr nötig sein, beim Abschluss eines GC die gelieferten Titel zu spezifizieren. Die Banken bezeichnen in ihrem SEGA-Depot, welche Valoren sie für Repo-Geschäfte verwenden möchten. Sie werden also nicht das gesamte Depot zur Verfügung stellen, sondern nur diejenigen Titel, welche sie kurzfristig nicht benötigen. Es ist auch möglich, nur einen Teil einer Position für Repos freizugeben (z. B. wenn eine Bank über 100 Mio. Eidgenossen 6,25 % 2003 verfügt, kann sie nur 70 Mio. markieren). Die Markierung ist zeitlich

Gewicht der geldpolitischen Instrumente

Grafik 3



16 SECOM = SEGA COMMunication System.

17 SIC = Swiss Interbank Clearing. Entgegen dem Namen handelt es sich nicht um ein Clearing, sondern um ein Echtzeit-Bruttzahlungssystem. Eine Zahlung wird erst dann ausgelöst, wenn eine ausreichende Deckung vor-

handen ist. Sie hat dann aber definitiven Charakter. Zur Abwicklung der Frankenzahlungen greift das System auf die Girokonti der Banken bei der SNB zurück.

begrenzt; sie erlischt in jedem Fall beim Verfall der Titel. Daneben haben die Banken auch die Möglichkeit, selber eine befristete Markierung zu setzen. Nach dem Geschäftsabschluss geben die Partner ihre Instruktionen in das SECOM ein, welches den *GCselect* in Gang setzt.

Die Auswahl der Titel erfolgt in mehreren Schritten. Zuerst werden sämtliche markierten Titel zusammengefasst, die dem vereinbarten Korb angehören und bei welchen während der Repo-Laufzeit keine verrechnungssteuerverpflichtige Zins- oder Dividendenzahlung¹⁸ anfällt. Danach ordnet das System die Positionen nach der Laufzeit der Markierung und ihrem Volumen. Um eine Blockierung von lang laufenden Titeln in kurzfristigen Repos zu vermeiden, werden vorrangig Positionen mit der kürzesten Fristigkeit ausgewählt. In zweiter Linie wird auf das Volumen geachtet. Durch den Griff auf grosse Volumen soll die Anzahl der zu liefernden Titelpositionen minimiert werden.

Die Standardisierung von GC-Kontrakten ist ein weiterer Bestandteil der Dienstleistungen der SEGA. Vorgesehen sind folgende Kontrakttypen: *intraday*, *overnight*, *tom/next*, *spot/next*, 1 Woche, 2 Wochen sowie Fälligkeit an den IMM-Daten¹⁹ bis zu einem Jahr. Jeder Kontrakttyp erhält – unabhängig von den gelieferten Titeln – eine ISIN zugeteilt. Durch die Identifikation des Kontrakttypen über dessen ISIN und den *GCselect* ist der Abschluss eines Repo-Geschäfts im Vergleich zum Depot mit keinerlei Mehraufwand verbunden. Auch die SNB wird ihre Massnahmen zumindest teilweise in Form von standardisierten Kontrakten anbieten.

Der Geldgeber wird gesetzlicher Eigentümer der gelieferten Titel. Er kann frei darüber verfügen und diese als Geldnehmer auch für ein weiteres Repo-Geschäft verwenden oder verkaufen. Die SNB hingegen wird die entgegengenommenen Titel kaum weiterverwenden, weil sie durch den Abschluss eines Gegengeschäftes die Liquiditätswirkung ihrer Geschäfte wieder neutralisieren würde. Für den seltenen Fall, dass sie ein Repo zur Liquiditätsabschöpfung benutzen möchte, verfügt sie über einen ausreichenden Eigenbestand an Titeln. Die Möglichkeit zur Mehrfachnutzung der Titel führt zu einem Multiplikatoreffekt beim GC-Korb. Das SECOM erlaubt die Substitution von Titeln während der Laufzeit. Weil diese Option im Standardvertrag nicht vorgesehen ist, muss der Geldgeber dem Geldnehmer dieses Recht jedoch explizit zusprechen.

Jede Zinszahlung, Dividendenausschüttung oder sonstige *Corporate Actions*, welche während der

Laufzeit des Repo anfallen, gehen zugunsten des gesetzlichen Eigentümers. Weil beim Repo der ursprüngliche Besitzer der Titel wirtschaftlich begünstigt bleibt, müssen diese Erträge an ihn weitergeleitet werden. Ist der Geldgeber nicht mehr im Besitz der Papiere, muss er dem Titelgeber eine entsprechende Ersatzleistung erbringen. Weil der Ertrag Bestandteil des erzielten Verkaufserlöses war, entsteht ihm dadurch kein Verlust. Für die üblichen Verwaltungsoperationen gewährleistet das SECOM eine automatische Zahlung an den Berechtigten. Dadurch wird sichergestellt, dass die Erträge an die richtige Adresse gelangen, ohne dass beim Geldgeber ein zusätzlicher Aufwand anfällt.

Die Rückabwicklung des Repo am Verfalltag wird automatisch durch das SECOM nach 8.00 Uhr morgens ausgelöst, sofern entsprechende Titel und Liquidität vorhanden sind. Es bedarf keiner Instruktionen der Geschäftspartner.

9. Risikomanagement

Das Hauptrisiko beim Repo liegt darin, dass eine Gegenpartei ihrer Verpflichtung bei Verfall nicht mehr nachkommen kann und sich der Kurs der Titel in eine ungünstige Richtung bewegt hat. Dieses Risiko wird allerdings durch den Margenausgleich massgeblich eingeschränkt.

Beim Margenausgleich wird folgendermassen vorgegangen: In einem ersten Schritt werden die Forderungen und Verpflichtungen aus jedem einzelnen Geschäft bestimmt, indem die zum aktuellen Marktkurs bewerteten Titel (inklusive dem aufgelaufenen Zins) der Geldschuld (unter Berücksichtigung des aufgelaufenen Repo-Zinses) gegenübergestellt werden. Bei den GMBF, welche nicht an der Börse gehandelt werden, kommt der täglich festgesetzte Bewertungssatz der SNB zur Anwendung. Bereits geleistete Margenzahlungen in Form von Geld oder Titeln werden ebenfalls berücksichtigt. SECOM berechnet daraus für jeden Teilnehmer sein Netto-Risiko gegenüber jeder einzelnen Gegenpartei. Ein eventueller Margenausgleich wird also nicht aufgrund des Risikos eines einzelnen Geschäftes, sondern aufgrund sämtlicher Transaktionen zwischen zwei Parteien ausgelöst. Dazu legt jeder Teilnehmer einseitig für jede Gegenpartei ein maximal zulässiges Netto-Risiko fest. Die SNB hat Standard-Toleranzlimiten für ihre Geschäftspartner. Bei einer Überschreitung der Toleranzlimite wird ein Margenausgleich fällig, bei welchem die

18 Damit wird das Risiko eines doppelten Verrechnungssteuerabzuges umgangen. Siehe dazu S. 45.

19 Dritter Mittwoch jedes Monats. IMM = International Monetary Market.

schuldende Partei entweder Titel oder Geld in der Höhe des gesamten Netto-Risikos liefern muss.

Ab Oktober 1998 wird das SECOM den Margenausgleich automatisch nach folgenden Prioritäten durchführen:

1. Rücktransfer von bereits geleisteten Margenzahlungen in Form von Geld. Die Rückvergütung entspringt der Tatsache, dass die Margenzahlungen nicht verzinst werden.

2. Rücktransfer von bereits geleisteten Margenzahlungen in Form von Effekten. Diese wurden im Depot des Begünstigten blockiert, damit ein allfälliger Rücktransfer der Titel jederzeit möglich bleibt.

3. Übertragung von Titeln, welche im Depot mit einer entsprechenden Markierung für Margenlieferungen vorgesehen sind. Sind solche nicht vorhanden, greift das System auf die anderen für Repos markierten Effekten zurück.

4. Belastung des SIC-Kontos.

Eine andere Möglichkeit zur Risikobegrenzung läge in der Festsetzung einer Sicherheitsmarge (*haircut*). Dabei würden die Titel beispielsweise nur zu 95% ihres Marktpreises gekauft. Weil aber die Sicherheit des Geldgebers mit einem Risiko des Geldnehmers verbunden ist, ist beim Schweizer Standard-Repo diese Option nicht vorgesehen. Auch die SNB verlangt keinen *haircut*.

Falls eine Gegenpartei ihren Verpflichtungen nicht nachkommen kann, sieht der Repo-Vertrag die Liquidation des betreffenden Repo (oder in gravierenden Fällen auch sämtlicher Repo-Geschäfte zwischen den beiden Parteien) vor. Die Parteien behalten Geld bzw. Titel. Der Geldgeber wird auch wirtschaftlich Begünstigter der Effekten. Der Nettobetrag, welcher sich aus der Bewertung der offenen Geld- und Titelpositionen ergibt, wird am folgenden Tag zur Zahlung fällig. Es können auch Verzugszinsen verlangt werden.²⁰

10. Rechtliche Grundlagen

Ein Repo kann aus Sicht der Geschäftspartner, der Anbieter der Abwicklungsdienstleistungen, der Bankenaufsicht und der Steuerbehörde betrachtet werden. Es überrascht deshalb nicht, dass im Repo-Geschäft unterschiedliche Normen zur Anwendung gelangen. Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf das Schweizer Recht.

20 Dieses Vorgehen entspricht weitgehend jenem des Global Master Repurchase Agreement (GMRA) der ISMA (International Securities Market Association).

a) Abschluss von Repo-Geschäften

Weil in der Schweizer Gesetzgebung keine Bestimmungen zum Repo-Geschäft existieren, unterliegt es grundsätzlich den Regelungen des Obligationenrechts über den Kauf. Die Teilnehmer des Repo-Marktes haben die Geschäftsdetails auf vertraglichem Wege im Schweizer Repo-Rahmenvertrag festgelegt. Es handelt sich dabei um einen Standardvertrag, d. h. seine Bestimmungen können nicht individuell ausgehandelt werden. Mit der einmaligen Unterzeichnung des Vertrages und dessen Deponierung bei der SEGA geht die Vertragspartei mit allen bereits bestehenden und noch beitretenden Vertragsparteien ein Vertragsverhältnis ein. Die SEGA informiert die Vertragsparteien schriftlich über Neuzugänge oder Austritte. Dieser auf dem Konzept der multilateralen Unterschrift basierende Standardvertrag verhindert die Verbreitung von Verträgen mit unterschiedlichem Inhalt. Der Schweizer Rahmenvertrag lehnt sich stark an den im Ausland häufig für internationale Repo-Geschäfte angewendeten *Global Master Repurchase Agreement* (GMRA) an. Mit der Internationalisierung des Schweizer Repo-Marktes ist auch der Gebrauch des GMRA möglich.

Der Rahmenvertrag wird durch Regeln und Usancen vervollständigt. Die eingegebenen Aufträge dürfen beispielsweise einen gewissen Maximalbetrag nicht überschreiten, um das Risiko von Systemblockierungen möglichst gering zu halten. Weiter kann jede Transaktion vom Rahmenvertrag abweichen, wenn dies die Geschäftsparteien ausdrücklich vereinbaren.

b) Repos der SNB

Die SNB ist bei der Umsetzung ihrer Geldpolitik auf jene Instrumente beschränkt, zu denen sie gesetzlich ermächtigt ist.²¹ Seit November 1997 befügt Art. 14 des NBG die SNB zur «Pensionierung» von Titeln, also zum Abschluss von Repo-Geschäften.²² Es wird darin sehr genau definiert, welche Werte die SNB bei einem Repo akzeptieren darf. Diese Einschränkungen reflektieren den Standpunkt aus den Anfängen der Nationalbank, als die SNB im Interesse der Vertrauensbildung nur extrem sichere und kurzfristige Aktiven halten durfte. Im Gegenzug wurde bei der Regelung der Durchführungsmodalitäten ein grosser Spielraum gelassen, was im Hinblick auf die zu erwartende Weiterentwicklung des Repo-Marktes von Vorteil ist. Die allgemeinen Geschäftsbedingungen der SNB gelten auch für den Abschluss von Repos.²³

21 Leo Schürmann, a. a. O., §3 des Kommentars zu Art. 14.

22 BBl 1997 II 993.

23 Momentan verweist Ziff. C.2.3 der Geschäftsbedingungen auf «besondere vertragliche Regelungen».

Zusätzlich ist die SNB bei der Durchführung ihrer Operationen an die Grundsätze des öffentlichen Rechtes gebunden,²⁴ wie z. B. das Willkürverbot oder das Gebot zur Gleichbehandlung. Obwohl ein gewisser Interpretationsspielraum besteht, verhindern diese Prinzipien, dass die SNB für das gleiche Geschäft im gleichen Moment unterschiedliche Sätze verlangt, ein Institut bevorzugt mit Liquidität versorgt oder Liquiditätsengpässe zur Gewinnmaximierung nutzt.

c) Anbieter von Dienstleistungen

Die Teilnehmer am Repo-Markt müssen mit der SEGA oder deren internationalen Tochtergesellschaft INTERSETTLE den Vertrag über die Abwicklung von Repo-Geschäften unterzeichnen. Es handelt sich ebenfalls um einen Standardvertrag. Gleichzeitig haben auch die allgemeinen Geschäftsbedingungen sowie der Dienstleistungsvertrag über Aufbewahrung und Clearing der Titel der SEGA oder der INTERSETTLE Gültigkeit. Am wichtigsten sind jedoch die technischen Spezifikationen der SEGA/INTERSETTLE, worin sämtliche Details über die zur Automatisierung des Repo-Marktes angebotenen Dienstleistungen zu finden sind und gewisse Rechte und Pflichten der Parteien geregelt werden. Die Spezifikationen werden regelmässig an die Entwicklungen des gesamten Repo-Projektes angepasst.

Die Teilnahme am elektronischen Handel setzt die Vertragsunterzeichnung mit der Schweizer Börse voraus.

d) Bankengesetzgebung

Die Bankengesetzgebung bezieht sich zwar nicht direkt auf die Geschäfte der SNB, ist aber dennoch von Bedeutung, weil sie für deren Geschäftspartner zur Anwendung kommt.

Die Auswirkungen von Repos auf die Eigenmittelanforderungen werden in Art. 12g der Bankenverordnung geregelt. Im Gegensatz zum ungesicherten Depot-Geschäft muss der Geldgeber nur jenen Teil seines Guthabens mit Eigenmitteln unterlegen, welcher nicht durch Titel gedeckt ist. Diese gegenüber Blankokrediten bevorzugte Behandlung setzt allerdings voraus, dass die Effekten an einer anerkannten Börse oder an einem organisierten Markt gehandelt werden, täglich eine Marktbewertung stattfindet und Margenausgleiche erfolgen.

Die Bestimmungen über das Klumpenrisiko in Art. 21i sehen vor, dass analog den Vorschriften über die Eigenmittelunterlegung nur eine eventuelle Differenz zwischen der Geld- und Titelseite berücksichtigt

werden muss, sofern die Bedingungen aus Art. 12g erfüllt sind.

Repos haben auch Auswirkungen auf das Liquiditätserfordernis.²⁵ Die Eidgenössische Bankenkommission hat mit der SNB am 28. Mai 1998 ein Schreiben veröffentlicht, welches sich auf die Geldseite der Repo-Geschäfte bezieht. Darin wird festgehalten, dass im Repo-Interbankenhandel nur der Totalbetrag aller Netto-Risiken mit Liquidität unterlegt werden muss, solange alle Voraussetzungen aus Art. 12g der Bankenverordnung erfüllt sind. Die Titelseite wiederum unterliegt den allgemeinen Liquiditätsbestimmungen, d. h. der Geldnehmer darf die in einem Repo-Geschäft verwendeten Effekten nicht den leicht verwertbaren Aktiven anrechnen, selbst wenn das Repo wie ein Darlehen verbucht wird und die Titel nach wie vor in der Bilanz erscheinen. Der Geldgeber hingegen kann die erhaltenen Effekten seinen leicht verwertbaren Aktiven anrechnen, sofern eine Verbuchungsart mit Bilanzierung der Titelseite gewählt wird.

Gemäss Ziffer III 1.3 der Richtlinien der EBK zu den Rechnungslegungsvorschriften²⁶ sind drei unterschiedliche Verbuchungsarten vorgesehen:

- Kassakauf/Verkauf mit gleichzeitigem Verkauf/Kauf auf Termin (Swap-Geschäft)
- Wertschriftendarleihe/-ausleihe mit Bardeckung
- Vorschuss gegen Deckung durch Wertschriften oder Bareinlage mit Verpfändung von eigenen Wertschriften.

Die SNB verbucht ihre Repos nach der dritten Methode. Sie figurieren im Ausweis unter den Positionen «Forderungen aus Repo-Geschäften in Schweizerfranken» bzw. «Verbindlichkeiten aus Repo-Geschäften in Schweizerfranken».

e) Steuern

Die Eidgenössische Steuerverwaltung hat per 1. Januar 1997²⁷ die Interpretation des Stempelsteuergesetzes in dem Sinne präzisiert, dass Repos grundsätzlich nicht unter die Stempelpflicht fallen, sofern folgende Voraussetzungen erfüllt sind:

- Der Geldnehmer bleibt wirtschaftlich begünstigt.
- Die Kursschwankungen werden durch Margenzahlungen aufgefangen.
- Es wird ein Repo-Zins vergütet.

In diesem Fall ist der Geldbetrag als Erfüllung eines Darlehensvertrages zu betrachten und nicht als Entgelt für die als Sicherheit zu übertragenden Titel.

24 BGE 109 Ib 155.

25 Art. 15 bis 20 Bankenverordnung.

26 Vom 14. Dezember 1994, mit Änderungen vom 14. November 1996 und vom 22. Oktober 1997.

27 Merkblatt S-02.140 (11.96).

Diese Präzisierung hat gemeinsam mit den Bestimmungen über die Eigenmittelunterlegung und der NBG-Revision die Schaffung eines Repo-Marktes in der Schweiz erst ermöglicht.

Wird während des Repo ein Ertrag auf die Effekten (Coupon- oder Dividendenzahlung) ausgeschüttet, auf welchem die schweizerische Verrechnungssteuer von 35% erhoben wird, entsteht das Risiko, dass neben dem Geldnehmer als wirtschaftlich Begünstigter auch der Geldgeber als gesetzlicher Eigentümer und Empfänger der Zahlung einen Rückforderungsanspruch stellt. Damit sich dieser nicht ungerechtfertigt bereichern kann, sieht der Rahmenvertrag²⁸ vor, dass der Geldgeber neben den 65% der Erträge, die er dem Geldnehmer schuldet, auch 35% der Steuerverwaltung abliefern muss. Dadurch erhält der Fiskus die Verrechnungssteuer ein zweites Mal. Ein ausländischer Geldgeber liefert die Verrechnungssteuer dem Geldnehmer ab, welcher diese der Steuerverwaltung weiterleitet. Durch die Verrechnungssteuerpflicht des Geldgebers wird dieser auch tatsächlich zu einer Rückforderung berechtigt. Sofern er die Titel nicht verkauft hat, kann er diesen Rückforderungsanspruch mit seiner Ablieferungsverpflichtung verrechnen.

Der Repo-Zins unterliegt ebenfalls der Verrechnungssteuer, sofern der Geldgeber keine Bank ist. Gewisse Dienstleistungen der SEGA sind Mehrwertsteuerpflichtig.

11. Zusammenfassung

Wir haben gesehen, dass die Repos von der Definition her sehr einfach, in ihrer Durchführung aber kompliziert sind. Ohne die Automatisierung der SEGA, welche eine schnelle, rationelle und zuverlässige Geschäftsabwicklung ermöglicht, wäre das Repo-Projekt kaum realisierbar gewesen. Die SNB schliesst seit der Lancierung des Repo-Marktes im April 1998 Repo-Geschäfte ab und hat diese bereits zum wichtigsten geldpolitischen Instrument gemacht. Sie ist überzeugt, dass ein effizienter Repo-Handel auch einen positiven Beitrag zur Stärkung des Schweizer Finanzplatzes leisten kann.

²⁸ Art. 13 Abs. 3; ab 26. Oktober 1998: 14 Abs. 3.