

## **Repo - ein Finanzierungsinstrument für die Banken**

von Victor Füglistner, stv. Vorsitzender der Geschäftsleitung,

Schweizerische Bankiervereinigung

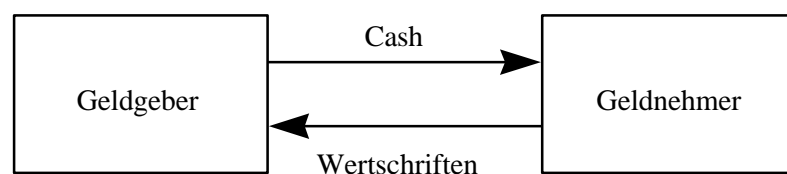
Sehr geehrte Damen und Herren

Das Repo-Geschäft ist weder eine neue noch eine schweizerische Erfindung. Erste Repurchase Agreements wurden in den USA schon bald nach der Gründung des Federal Reserve System, also nach 1913, abgeschlossen, als die Federal Reserve Bank dazu überging, Banker's Acceptances als Sicherheit gegen von ihr den Mitgliedbanken zur Verfügung gestellte Liquidität entgegenzunehmen. Das eigentliche Wachstum des amerikanischen Repo-Marktes setzte jedoch erst Ende der 70er Jahre ein und verlief quasi parallel zur zunehmenden Staatsverschuldung der Vereinigten Staaten. Mit der Deregulierung der internationalen Finanzmärkte und der zunehmenden Securitization gewann der Repo-Markt im Laufe der 80er Jahre auch international stark an Bedeutung. Das ist nicht verwunderlich, denn der freie Kapitalverkehr und internationale Investitionsfluss verursachten Liquiditätsengpässe auf der einen und -überschüsse auf der andern Seite. Die Bank of England hat den Repo-Markt in Gilts formell erst im Januar 1996 eingeführt; bereits nach acht Monaten wurde ein ausstehendes Volumen von 80 Milliarden Pfund festgestellt. Für die USA schätzt man das derzeitige Volumen auf rund 2 Billionen US Dollar, was etwa 70% des weltweiten Repo-Geschäftes entsprechen dürfte. Auch die Schweizer Grossbanken sind daran beteiligt. Für sie ist der Repo-Markt also nichts Neues; neu wird jedoch die Ausdehnung auf Schweizer Franken im Sinne eines standardisierten Marktes sein, der nächste Woche dank der tatkräftigen Mitwirkung von Nationalbank und SEGA formell eingeläutet wird.

Lassen Sie mich nun kurz erläutern, wie ein Repo-Geschäft abgewickelt wird:

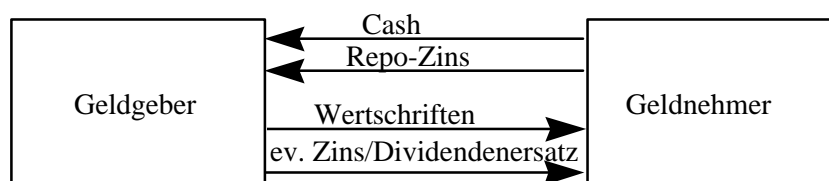
Der Geldnehmer sucht sich auf dem Markt einen Geldgeber, um mittels eines Gelddarlehens einen Liquiditätsengpass überbrücken zu können. Für den Geldnehmer handelt es sich dabei um ein Repurchase Agreement, während der Geldgeber einen Barkauf verbunden mit einem Terminverkauf abschliesst, ein sog. Reverse Repurchase Agreement, kurz Reverse Repo. Zwecks Erleichterung und Verbilligung der Kreditierung übergibt der Geldnehmer seinem Vertragspartner Sicherheiten, z.B. in Form von Wertpapieren.

*Fig.1: Eröffnung des Repo*



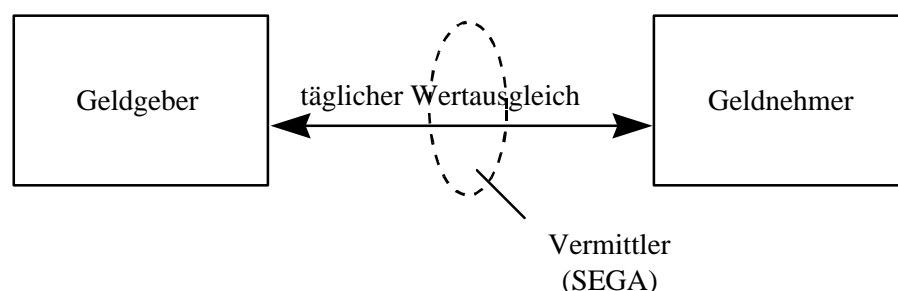
Nach Ablauf der zum voraus bestimmten Vertragsdauer werden die erbrachten Leistungen wieder in umgekehrter Richtung ausgetauscht. Der Geldgeber gibt die Sicherheiten zurück und erhält dafür den Nominalbetrag des zur Verfügung gestellten Kapitals und einen Repo-Zins. Das formelle Eigentum an den Sicherheiten ist bei Abschluss auf den Geldgeber übergegangen und geht jetzt wieder auf den Geldnehmer zurück. Deshalb werden Zinsen und Dividenden, die während der Vertragsdauer auf den als Sicherheit übertragenen Wertpapieren ausgeschüttet werden, an den Geldgeber ausbezahlt. Weil der Geldnehmer beim Repo an den von ihm übergebenen Sicherheiten wirtschaftlich berechtigt bleiben will, muss ihm der Geldgeber allfällige Dividenden und Zinsen gutschreiben.

*Fig.2: Schliessung des Repo*



Soweit kann das Repo-Geschäft weitgehend mit einem Swap (z.B. mit einem Swap auf Geldmarkt-Buchforderungen) oder mit einem Buy/Sell-Back verglichen werden. Ein ganz wesentlicher Unterschied zu diesen Geschäftsarten kommt jedoch während der Vertragsdauer zum Ausdruck: Die übergebenen Sicherheiten unterliegen zum einen den Schwankungen des Marktes und zum andern emittentenspezifischen Faktoren, die sich positiv oder negativ auf den Kurs auswirken können. Also kann das Darlehen einmal ungenügend und dann wieder zu mehr als 100% gedeckt sein. Um sich vor diesem Risiko zu schützen, sind verschiedene Möglichkeiten denkbar. So könnten die Parteien vereinbaren, dass das Darlehen zu mehr als 100% gedeckt sein muss. Dieses System mit einem sog. Haircut berücksichtigt zwar die Interessen des Geldgebers, nicht aber jene des Geldnehmers und führt mithin zwangsläufig zu einem Interessenkonflikt. Das schweizerische Modell geht von einem andern Ansatzpunkt aus und vermeidet gleichzeitig solche Konflikte. Danach werden die Titel zum Marktwert übergeben; gleichzeitig werden jedoch die Schwankungen täglich berechnet und ausgeglichen. Hier übernimmt die SEGA eine wichtige Funktion. Sie verwahrt nicht nur die Titel der Repo-Teilnehmer, sondern veranlasst auch den täglichen Ausgleich (Margin Call) entsprechend der Mark-to-Market-Methode mittels weiterer Titelsicherheiten oder mittels Cash.

*Fig.3:Margin-Maintenance*



Das Repo ist ein Finanzinstrument, das Ähnlichkeiten, aber auch Abweichungen zu verschiedenen andern Instrumenten aufweist. Ich möchte diese kurz darstellen:

**Repo versus Buy/Sell-Back:** Der Kauf und gleichzeitige Verkauf von Wertschriften zählt ebenfalls zu den Repogeschäften. Im Gegensatz zum "echten" Repo werden die Geschäfte aber getrennt und häufig vertragslos abgeschlossen, was für die Parteien zu einem erhöhten Risiko führt, da keine Margin Calls ausgetauscht werden.

**Repo versus Lombardkredit:** Auch beim Lombardkredit dienen Wertschriften zur Deckung eines Kredites. Die Wertschriften werden jedoch als Pfand hinterlegt. Nicht zuletzt wegen bankenrechtlicher Vorschriften (Art. 17 Bankengesetz) sind verpfändete Wertschriften weitgehend immobil, können also nur bedingt weiterverkauft werden. Die Mehrfachnutzung entfällt.

**Repo versus Securities Lending:** Obwohl die beiden Geschäfte sehr starke Ähnlichkeiten aufweisen, ist bereits das ihnen zugrunde liegende wirtschaftliche Motiv völlig unterschiedlich: Während beim Repo ein monetäres Liquiditätsbedürfnis ausschlaggebend ist, geht es beim Securities Lending darum, sich Wertschriften zu borgen, um beispielsweise eine Lieferverzögerung oder eine Shortposition auszugleichen. Deshalb spricht man beim Securities Lending auch von Wertschriftendarlehen gegen Gebühr als Entschädigung zugunsten des Lenders. In der Regel erfolgt die Titelleihe gegen Deckung (Collateral) mit anderen Wertschriften. Ein Ausgleich der Margen findet jedoch nicht statt.

**Repo versus FX-Forward oder Swaps:** Der FX-Forward ist ein Devisentermingeschäft. Es werden dabei zwei Währungen für eine bestimmte Zeit gegeneinander ausgetauscht. Der Terminkurs berechnet sich aus "spot rate", Laufzeit und Zinsdifferenz. Anstelle von Wertschriften nimmt dabei Cash in einer andern Währung die Funktion des Collaterals ein. Im Gegensatz zum Repo wird selbst bei starken Währungsschwankungen kein Margin Call fällig.

**Repo versus Deposits:** Die traditionellen Geldmarktgeschäfte bergen grosse Gegenparteiisiken, da die Kredite ungesichert für eine bestimmte Laufzeit vergeben werden. Ich komme sogleich auf diesen Aspekt zurück.

Aus dem dargelegten Vergleich treten die Vorzüge des Repo-Geschäfts deutlich hervor. Im Vordergrund stehen die Risikoaspekte. Beim ungedeckten Kredit müssen die Banken das gewichtete Gegenparteirisiko, d.h. die Gefahr, dass der Schuldner seinen Verpflichtungen nicht oder nur teilweise nachkommt, mit eigenen Mitteln zu einem Satz zwischen 2 und 8%, je nach Schuldnerkategorie, unterlegen. Im Falle einer Gefährdung des Kredites während der Laufzeit müssen zusätzliche Rückstellungen gebildet werden. Beim Repo reduziert sich das Gegenparteirisiko dank der Wertschriftendeckung auf eine allfällige negative Differenz zwischen dem Wert der Wertschriften und dem ausgeliehenen Geldbetrag. Weil diese Differenz aber täglich ausgeglichen wird, muss bloss eine maximale Schwankung von einem Tag risikomässig aufgefangen werden. Hier unterscheidet sich das Repo erheblich von andern gedeckten Finanzinstrumenten. Das Marktrisiko aus dem Collateral wird ebenfalls durch den täglichen Margin Call faktisch ausgeglichen, bzw. auf ein Minimum reduziert. Dank dem Beizug von SECOM wird auch das Abwicklungsrisiko (Settlement Risk) faktisch auf Null reduziert. SECOM ist das SEGA-Abwicklungssystem für Geld- und Titelseite nach dem Prinzip "Lieferung gegen Zahlung" - Herr Haerberli wird noch speziell auf dieses Thema eingehen.

Lassen Sie mich zum Schluss noch etwas über die Chancen des schweizerischen Repo-Marktes sagen. Wir haben in der Schweiz weltweit ein einzigartiges vollständig integriertes Handels- und Abwicklungsnetzwerk auf Realtime-Basis. Das gilt nicht nur für Derivate an der SOFFEX, sondern auch für den Handel mit Basiswerten, angefangen beim Abschluss an der Börse bis zur Umbuchung der Geldseite über SIC und der Titelbestände bei der SEGA. Damit sind ganz wesentliche Voraussetzungen geschaffen, um den Repo-Markt nach standardisierten und automatisierten Methoden mit höchsten Sicherheitsmechanismen abwickeln zu können. Diese Voraussetzungen werden es erlauben, dass der Geld- (Cash) und der Kapitalmarktbereich (Wertschriften) eng miteinander kommunizieren können. Wie die Entwicklungen im Ausland zeigen, ist es wichtig, dass sich diese beiden Bereiche, welche bis anhin streng getrennt waren, einander annähern. Diese Möglichkeiten werden sich für die Geschäftsbanken, und zwar nicht nur für die grossen, äusserst vorteilhaft

auswirken. Die Öffnung des Repo-Marktes Schweiz dürfte zu einer Neuausrichtung des Finanzmarktes in mehreren Richtungen führen:

**Erstens** werden Repos entsprechend den Ausführungen von Herrn Spöndli der Nationalbank als zusätzliches Instrument zur Steuerung des Geldmarktes dienen. Die Nationalbank hat die dafür zulässigen Titel in einem SNB-Korb definiert.

**Zweitens** sind die Geschäftsbanken im Interbankbereich frei, Repos mit weiteren Titeln abzuschliessen. Dabei werden sie sich nicht auf Zinsentitel beschränken müssen; auch Aktien können als Absicherung von Interbankdarlehen herangezogen werden. Dank SECOM sind alle SEGA-fähigen Wertschriften und Wertrechte über die nunmehr geschaffenen Mechanismen und Systeme zu Repo-Zwecken einsetzbar. Es ist damit zu rechnen, dass die Banken mehr und mehr dazu übergehen werden, klassische Geldmarktgeschäfte durch Repos zu ersetzen. Dadurch wird erreicht, dass:

- die Gegenparteirisiken kleiner werden,
- das Eigenkapital effizienter eingesetzt werden kann
- und die Liquidität am Markt erhöht wird.

**Schliesslich** können in einem liquiden Repo-Markt auch Shortpositionen in den Handelsbeständen günstig gedeckt und Performanceverbesserungen von Kunden-Portefeuilles erreicht werden, sei es, dass die Kunden selbst als Repo-Partei auftreten oder den Banken Wertschriften via Securities Lending als repofähige Bestände zur Verfügung stellen.

Mithin werden vom Schweizer Repo-Markt alle beteiligten Parteien profitieren: die Geschäftsbanken, die Schweizerische Nationalbank und die Kunden, vor allem die institutionellen.