

Mediengespräch

Zürich, 14. Dezember 2006

Einleitende Bemerkungen von Niklaus Blattner

Globale Trends bei den Finanzmarktinfrastrukturen und ihre Bedeutung für die Finanzstabilität

Im Gegensatz zu den Banken und den Finanzmärkten, deren Entwicklung in den Medien täglich ausführlich analysiert und kommentiert wird, stehen die Finanzmarktinfrastrukturen, d.h. die Börsen und die Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme häufig nicht im Rampenlicht. Heute setze ich bewusst einen anderen Akzent. Ich stelle die Finanzmarktinfrastrukturen in den Mittelpunkt und richte das Augenmerk auf einige interessante globale Trends, und ich werde abschätzen, wie sich diese Trends auf die Stabilität des Finanzsystems auswirken.

Internationalisierung der Finanzmarktinfrastrukturen

Die meisten Finanzmarktinfrastrukturen sind traditionell stark national orientiert. Dies war solange sinnvoll, als auch die Finanzmärkte stark national ausgerichtet waren. Die Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte und die damit einhergehende Zunahme der grenzüberschreitenden Finanzströme führten jedoch dazu, dass die Kluft zwischen den Finanzmärkten und den im Nationalen verharrenden Finanzmarktinfrastrukturen immer grösser wurde. Eine vermehrte Öffnung der Finanzmarktinfrastrukturen wurde unvermeidlich. Andernfalls hätten sie mangels Effizienz ihre Wettbewerbsfähigkeit eingebüsst. Diese Öffnung ist bis heute nicht abgeschlossen.

Dabei lassen sich verschiedene Arten der Internationalisierung unterscheiden. Erstens gewähren ursprünglich abgeschottete Infrastrukturen immer häufiger auch Teilnehmern aus anderen Ländern direkten Zugang. Beispielsweise sind im Swiss Interbank Clearing seit Ende der 1990er Jahre auch Teilnehmer aus dem Ausland zugelassen. Zweitens ist insbesondere in Europa die Konsolidierung der Infrastrukturen in vollem Gange. Die Konsolidierung erfolgt zum einen über Zusammenschlüsse ehemals unabhängiger Systeme. Beispielsweise wurden die ehemals unabhängigen Zentralverwahrer der Niederlande, Belgiens, Frankreichs und des Vereinigten Königreichs in die Euroclear Group integriert. In anderen Fällen erfolgt die Konsolidierung weniger direkt, etwa wenn nationale Infrastrukturen gegenseitige Verbindungen aufbauen, die den Handel bzw. die Abwicklung von grenzüberschreitenden Geschäften erleichtern. Auf der Ebene der Börsenplätze findet die Internationalisierung auch dadurch statt, dass einzelne Titel vermehrt auf mehreren Handelsplattformen gehandelt werden können. Und schliesslich entstanden vereinzelt auch völlig neue Infrastrukturen, die von Haus aus international, teilweise sogar global ausgerichtet sind. Das klassische Beispiel hierfür ist das für die Abwicklung von Devisengeschäften konzi-

Zürich, 14. Dezember 2006

2

pierte Continuous Linked Settlement (CLS)-System, das vor gut vier Jahren den Betrieb aufnahm und über das heute bereits 15 Währungen abgewickelt werden können.

Wie aber ist das Aufbrechen der traditionell national ausgerichteten Handelsplätze und Abwicklungskanäle aus Sicht der Finanzstabilität zu beurteilen? Einerseits liegt es auf der Hand, dass die Anpassung der Finanzmarktinfrastrukturen an die Gegebenheiten der globalen Finanzmärkte dazu beitragen kann, die mit der Abwicklung von grenzüberschreitenden Transaktionen verbundenen Risiken zu reduzieren. Beispielsweise ermöglicht das CLS-System, die mit der herkömmlichen Abwicklung von Devisengeschäften verbundenen Risiken (Herstatt-Risiko) weitgehend zu eliminieren. Andererseits ergeben sich durch die stärkere Vernetzung und Internationalisierung der Infrastrukturen neuartige und oft grenzüberschreitende Transmissionskanäle, über welche sich Kredit- oder Liquiditätsprobleme einzelner Marktteilnehmer auf andere Teilnehmer übertragen können. Auch operationelle Probleme einzelner Finanzmarktinfrastrukturen können sich in der neuen Landschaft schneller auf eine Vielzahl von Akteuren auswirken.

Eine Arbeitsgruppe des Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), dem auch die Nationalbank angehört, befasst sich derzeit genau mit diesen Fragestellungen. Festzuhalten ist jedoch schon heute, daß die Vorteile der Internationalisierung deren Nachteile bisher klar überwogen. Allfälligen Gefahren für die Finanzstabilität wäre durch Modifikationen der Architektur der Systeme, der für sie geltenden Regeln und der Überwachung zu begegnen.

Zögerliche Anpassung an die Marktentwicklungen

Während sich die Finanzmarktinfrastrukturen rasch internationalisierten, hinkten sie der Deregulierung auf den Finanzmärkten immer wieder hinterher. Heute ist es möglich, dass innovative Finanzprodukte rasch an Popularität gewinnen und bereits kurz nach ihrer Einführung enorme Handelsvolumen aufweisen. Ein Beispiel jüngeren Datums ist das rasante Wachstum des Marktes für Kreditderivate. Während das Handelsvolumen der Kreditderivate in den letzten zehn Jahren geradezu explodierte, liess die Effizienz der Prozesse für die Bestätigung und Abwicklung dieser Transaktionen lange Zeit zu wünschen übrig. Dies führte dazu, dass der Rückstand (backlog) an abgeschlossenen, aber nicht bestätigten Transaktionen stetig zunahm. Damit stiegen aber auch die Risiken, denn das Versäumnis, eine Transaktion zu bestätigen, gefährdet deren Durchsetzbarkeit bzw. die Möglichkeit, sie mit anderen Transaktionen aufzurechnen (netting). Dies wiederum kann dazu führen, dass die Finanzintermediäre ihre Markt- und Gegenpartei Risiken falsch messen und kontrollieren.

Im erwähnten Beispiel der Kreditderivate bedurfte es vor gut einem Jahr der Intervention der amerikanischen Notenbank und anderer führender Bankenaufseher, um die Marktteilnehmer auf einen raschen Abbau der Bestätigungsrückstände zu verpflichten und den sektorübergreifenden Aufbau effizienterer Prozesse zu fördern. Soll die Finanzstabilität nicht gefährdet werden, dürfen die Marktteilnehmer bei zukünftigen Innovationen nicht nur die lukrative Handelsseite im Auge haben, sondern sie müssen auch viel rascher überzeugende Lösungen für die Verarbeitung der neuen Geschäfte entwickeln.

Zürich, 14. Dezember 2006

3

Zunehmende Vermischung der Rollen von Finanzmarktinfrastrukturen und Banken

Die Unterscheidung zwischen den klassischen Finanzmarktinfrastrukturen einerseits und den Banken andererseits, die vor 20 Jahren noch ohne weiteres möglich war, wird zunehmend schwieriger. Auf der einen Seite erbringen heute insbesondere die grossen international ausgerichteten Banken vermehrt Dienstleistungen, die man eigentlich den Finanzmarktinfrastrukturen zuordnen würde. Beispielsweise verfügen sie über eine so grosse Kundenbasis, dass es für sie möglich ist, Handelsaufträge unter Umgehung der Börse intern zusammenzuführen und abzuwickeln. Das gleiche gilt für die Abwicklung des Zahlungsverkehrs: Je grösser eine Bank, desto mehr Zahlungen kann sie direkt in ihren eigenen Systemen abwickeln. Insbesondere dann, wenn es sich bei den Kunden dieser Bank um andere Banken handelt, treten diese sog. Inhouse-Systeme in Konkurrenz zum eigentlichen Interbanken-Zahlungssystem.

Auf der anderen Seite preschen die Betreiber von Finanzmarktinfrastrukturen ins Kerngeschäft der Banken vor. So gewähren etwa verschiedene Zentralverwahrer ihren Teilnehmern Kredite und Liquiditätsfazilitäten. Dies erfolgt zwar primär, um die Abwicklung von Effektengeschäften zu erleichtern, doch die Abgrenzung zur klassischen Finanzintermediation wird immer fließender. Aber auch über die Gewährung von Fernzugängen oder durch die Erstellung von effizienteren Verbindungen zwischen den einzelnen Zentralverwahrern graben diese den traditionellen Custodians das Wasser ab.

Der Antrieb für diese Verwischung der Rollen von Finanzmarktinfrastrukturen und Banken ist der technologische Fortschritt. Er hat dazu geführt, dass die grossen Banken heute ohne grossen Mehraufwand ins Geschäft der Infrastrukturbetreiber vordringen können; ja sie sind fast darauf angewiesen, um ihre IT-Plattformen optimal auslasten und betriebswirtschaftlich effizient betreiben zu können. Auf der Nachfrageseite profitieren die kleineren Finanzinstitute, da sie sich durch die Auslagerung ihrer Back-Office-Funktionen an grössere Banken oder spezialisierte Institute besser auf ihr Kerngeschäft fokussieren können. Die Infrastrukturen wiederum sind damit konfrontiert, dass ihre traditionellen Transaktionsdienstleistungen einer Massenware entsprechen, für die kaum jemand mehr etwas zu zahlen bereit ist. Als Folge davon weiten sie ihr Angebot auf Dienstleistungen aus, die einen höheren Mehrwert generieren. Vor allem jene Infrastrukturbetreiber, die als profitorientierte Publikumsgesellschaften geführt werden, dürften in Zukunft den Wettbewerb mit den Banken noch stärker als bisher suchen.

Die Regulatoren werden durch diese Entwicklung vor neue Herausforderungen gestellt. Viele Aufsichts- bzw. Überwachungsbehörden verfolgen immer noch einen institutsorientierten Ansatz. Dies bedeutet, dass bezogen auf gleichartige Funktionen unterschiedliche Anforderungen gelten, je nachdem, ob diese durch eine Bank oder durch eine Börse bzw. einen Zentralverwahrer ausgeübt werden. Auch werden Banken und Finanzmarktinfrastrukturen meistens durch unterschiedliche Behörden beaufsichtigt bzw. überwacht. Dies gilt auch für die Schweiz. Damit verbunden ist die Gefahr, dass regulatorische Unterschiede gezielt ausgenutzt werden. Um die regulatorische Arbitrage zu begrenzen, wäre zu prüfen, ob die Finanzmarktregulierung weniger instituts-, dafür aber stärker funktionsorientiert werden sollte. Bei der Regulierung stünde nicht der rechtliche Status eines Instituts im Vordergrund, sondern die konkret ausgeübten Funktionen.

Zürich, 14. Dezember 2006

4

Schlussfolgerungen

Das Bild der Entwicklungen auf dem Feld der Finanzmarktinfrastrukturen ist keineswegs vollständig. Ebenfalls zu erwähnen ist etwa die grössere Bedeutung, die heute den Massnahmen zur Krisenvorsorge und -bewältigung universell beigemessen wird, oder die Tendenz, dass in vielen Ländern die Finanzmarktinfrastrukturen vermehrt als profitorientierte Publikumsgesellschaften geführt werden. Hinzu gesellt sich insbesondere in Europa der Druck, die stark fragmentierte Landschaft der Infrastrukturen zu konsolidieren. Diese Dynamik fordert vor allem die Betreiber der Finanzmarktinfrastrukturen heraus. Auch die Entscheidungsträger der schweizerischen Finanzmarktinfrastrukturen, d.h. der Schweizer Börse, der SIS Group und der Telekurs Group müssen sich entscheiden, wie sie sich strategisch positionieren sollen. Das ist keine leichte Aufgabe, denn die Interessen der verschiedenen Stakeholder sind nicht immer gleichgerichtet. Zudem bestehen verschiedene potenzielle Zielkonflikte, etwa zwischen der möglichst grossen Ausschöpfung von Skalenerträgen einerseits, die unter Umständen nur durch grenzüberschreitende Kooperationen zu erreichen sind, und der Wahrung der Unabhängigkeit andererseits.