

Sperrfrist: 25. August 2009, 10.15 Uhr

LEHREN AUS DER KRISE FÜR DIE GLOBALE FINANZMARKTINFRASTRUKTUR

PHILIPP M. HILDEBRAND¹

VIZEPRÄSIDENT DES DIREKTORIUMS

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK

14. Zermatter Symposium Finanzmarktkrise: zwei Jahre danach

ZERMATT, 25. AUGUST 2009

¹ Der Referent dankt Andy Sturm für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages.

1. Einführung

Wie fast immer in den vergangenen zwei Jahren widme ich mich auch heute dem Finanzsystem. Für einmal möchte ich Ihre Aufmerksamkeit aber nicht auf jene Aspekte des Finanzsystems lenken, die uns in den vergangenen zwei Jahren am meisten Sorgen bereitet haben. Ich äussere mich heute also nicht über den zu hohen Verschuldungsgrad im Finanzsektor im Vorfeld der Krise oder darüber, wie sich paralyisierte Finanzmärkte wiederbeleben lassen. Vielmehr richte ich den Blick auf das Fundament, auf dem das globale Finanzsystem aufgebaut ist, das heisst auf die Finanzmarktinfrastruktur.

Die Finanzmarktinfrastruktur besteht im Wesentlichen aus den Börsen- und Handelsplattformen sowie den nachgelagerten Systemen zur Abrechnung und Abwicklung von Zahlungen und Finanzinstrumenten. Obwohl diese technischen Einrichtungen nur selten im Rampenlicht stehen, sind sie für das Finanzsystem unerlässlich. Stabile und leistungsfähige Zahlungs- und Abwicklungssysteme tragen dazu bei, dass die an den Finanzmärkten getätigten Geschäfte sicher und effizient verarbeitet werden. Die Volumen, die über diese Systeme abgewickelt werden, sind enorm. Beispielsweise werden über das Swiss Interbank Clearing (SIC), das wichtigste Zahlungssystem in der Schweiz, täglich 1,5 Millionen Transaktionen mit einem Gesamtwert von über 220 Milliarden Schweizer Franken abgewickelt. Diese Zahlen lassen erahnen, dass Zahlungs- und Abwicklungssysteme das Potenzial haben, das Finanzsystem in seinen Grundfesten zu erschüttern. Wir sind daher gut beraten, die Erfahrungen mit der globalen Finanzmarktinfrastruktur während der beiden vergangenen Jahre Revue passieren zu lassen und zu analysieren, inwiefern ein Handlungsbedarf besteht. Ganz im Sinne des heutigen Themas werde ich dabei auch versuchen, das Spannungsfeld zwischen Selbstregulierung und staatlicher Regulierung auszuloten.

2. Würdigung der Finanzmarktinfrastruktur während der Krise

Um das Fazit gleich vorwegzunehmen: Die Finanzmarktinfrastruktur hat sich während der Finanzkrise insgesamt sehr gut bewährt und dazu beigetragen, die enormen Unsicherheiten im Finanzsystem nicht zusätzlich zu verstärken. Diese positive Einschätzung gilt sowohl für die Zahlungs- und Abwicklungssysteme in der Schweiz, als auch für die globale

Finanzmarktinfrastruktur. Meine Damen und Herren, wir dürfen dies nicht als Selbstverständlichkeit betrachten. Vielmehr ist dies darauf zurückzuführen, dass der Finanzsektor in den Jahren vor der Krise viel in die Verbesserung der Finanzmarktinfrastruktur investiert hat.

In der Schweiz verfügen wir beispielsweise seit vielen Jahren über eine vollständig integrierte Infrastruktur zum Handel sowie zur Abrechnung und Abwicklung von Finanzmarktgeschäften. Die Kernelemente dieser so genannten Swiss Value Chain sind die Schweizer Börse, das Wertschriftenabwicklungssystem SECOM, die zentrale Gegenpartei x-clear und das Zahlungssystem SIC. Das Zusammenspiel dieser Infrastrukturen erlaubt zum einen, die Prozesse zu standardisieren und automatisieren. Dies ermöglicht beträchtliche Effizienzgewinne. Zum anderen lassen sich dadurch auch abwicklungstechnische Risiken weitgehend eliminieren.

Auf Ebene der globalen Finanzmarktinfrastruktur bestand die wichtigste Innovation der letzten Jahre sicherlich im Aufbau von CLS. Die drei Buchstaben CLS stehen für Continuous Linked Settlement, ein System, das es seit einigen Jahren erlaubt, Devisengeschäfte praktisch risikolos abzuwickeln. Insbesondere eliminiert CLS das Erfüllungsrisiko, oft auch bekannt als Herstatt-Risiko.² Dabei geht es um das Risiko, dass eine Partei eines Devisengeschäfts ihre Verpflichtung erfüllt, aber die Gegenwährung nicht erhält. Das Herstatt-Risiko ist ein klassisches Gegenparteiisiko. Vor dem Hintergrund der in den beiden letzten Jahren signifikant angestiegenen GegenparteiRisiken braucht es nicht viel Phantasie, um sich vorzustellen, was passiert wäre, wenn es CLS nicht gäbe. Viele Handelsparteien hätten – in einigen Fällen zu Recht – befürchtet, dass ihre Geschäftspartner den eingegangenen Verpflichtungen nicht nachkommen werden. Sie hätten sich deshalb gehütet, überhaupt noch Devisengeschäfte abzuschliessen. Der damit verbundene Einbruch der Marktliquidität hätte das Liquiditätsmanagement der Banken und insbesondere die

² Der Begriff "Herstatt-Risiko" ist auf die deutsche Bank Herstatt zurückzuführen, der im Juni 1974 die Banklizenz entzogen wurde. Vor der Konkursöffnung hatten verschiedene Gegenparteien von Herstatt ihre aus Devisenmarktgeschäften stammenden Verpflichtungen in Deutsche Mark bereits überwiesen. Nach der Schliessung warteten die Gegenparteien vergeblich auf die entsprechenden Eingänge in US Dollar.

Steuerung der Währungsrisiken merklich erschwert, was möglicherweise verheerende Folgen gehabt hätte.

Die früheren Innovationen und die Investitionen in die Marktinfrastruktur haben sich also gerade in der Krise ausgezahlt. Aus regulatorischer Sicht ist hier anzumerken, dass diese Innovationen und Investitionen oft von den Marktteilnehmern selbst initiiert wurden. Dies gilt beispielsweise für die meisten Entwicklungen innerhalb der Swiss Value Chain, die stark von den Bedürfnissen der Schweizer Banken getrieben sind und auch von den Banken finanziert werden. Den Marktteilnehmern ist es gelungen, ihre Bedürfnisse zu koordinieren und im Sinne von privatwirtschaftlichen Initiativen gemeinsam Lösungen zu entwickeln, die letztlich allen zu Gute kommen. Die Swiss Value Chain illustriert somit, dass sinnvolle Entwicklungen im Bereich der Finanzmarktinfrastruktur ohne staatliche Interventionen oder gar Regulierungen durchaus möglich sind.

In anderen Fällen – und hier denke ich insbesondere an das Beispiel CLS – brauchte es allerdings viel Zeit, bis der Finanzsektor längst erkannte Probleme adressierte. So war das Herstatt-Risiko seit Mitte der 1970er Jahre allseits bekannt. Aufgrund der hohen Volumina, die im Devisenmarkt gehandelt werden, galt dieses Risiko spätestens seit Anfang der 1990er Jahre als eines der grössten Systemrisiken im globalen Finanzsystem überhaupt. Dennoch mussten die Notenbanken sehr grossen Druck ausüben, um die Marktteilnehmer dazu zu bewegen, die für den Aufbau und den Betrieb von CLS notwendigen Mittel zur Verfügung zu stellen. Rückblickend auf die Erfahrungen der letzten beiden Jahre dürften aber auch jene Marktteilnehmer, die dem CLS-System anfänglich kritisch gegenüberstanden, dessen Notwendigkeit erkannt haben. Die starke Zunahme an Finanzinstituten, die ihre Devisengeschäfte über CLS abwickeln, lässt jedenfalls darauf schliessen.

3. Handlungsbedarf

Obwohl sich die Finanzmarktinfrastruktur während der Finanzkrise bisher als Hort der Stabilität ausgezeichnet hat, wäre es verfehlt, zu denken, die Finanzmarktinfrastruktur sei ein für allemal gebaut. Die Innovation an den Finanzmärkten wird weitergehen und mit ihr der Bedarf, die Infrastrukturen weiterzuentwickeln.

Bereits heute besteht offensichtlicher Handlungsbedarf. Erstens zeigen die Erfahrungen der letzten beiden Jahre, dass die bestehenden Infrastrukturen zumindest punktuell noch weitere Optimierungsmöglichkeiten aufweisen. Zweitens gibt es wichtige Finanzmärkte, die über keine angemessene Infrastruktur verfügen. Lassen Sie mich diese beiden Punkte nachfolgend erläutern, wobei ich zunächst auf die Optimierungsmöglichkeiten bei der bestehenden Finanzmarktinfrastruktur eingehe.

Noch Ende der 1990er Jahre waren Finanzmarktinfrastrukturen eine vorwiegend nationale Angelegenheit. Jedes Land verfügte über eine eigene Börse und eigene, weitgehend abgeschottete Zahlungs- und Abwicklungssysteme. Dies hat sich in den letzten Jahren geändert, insbesondere in Europa. Zum einen haben sich viele Infrastrukturen für Teilnehmer aus dem Ausland geöffnet, zum anderen versuchen gewisse Infrastrukturbetreiber in neue Märkte im Ausland einzudringen. Gerade die schweizerischen Infrastrukturen liefern für diese Entwicklung ein gutes Beispiel. Ausländischen Finanzinstituten steht es heute frei, sich direkt und ohne Präsenz in der Schweiz an die Swiss Value Chain anzuschliessen. Gleichzeitig bietet etwa die in der Schweiz domizilierte zentrale Gegenpartei x-clear ihre Dienstleistungen in zunehmendem Masse auch für ausländische Börsen und Handelsplattformen an. Dies hat dazu geführt, dass die in der Swiss Value Chain integrierten Infrastrukturen heute über eine bedeutende Teilnehmerschaft aus dem Ausland verfügen.

Der grenzüberschreitende Zugang zu Marktinfrastrukturen trägt in normalen Zeiten zweifellos zur Markteffizienz bei. Doch während der Krise haben sich auch einige praktische Probleme offenbart, insbesondere beim Konkurs von Lehman Brothers. Die Investmentbank und einige ihrer Tochtergesellschaften partizipierten vor ihrem Zusammenbruch in vielen Zahlungs- und Abwicklungssystemen rund um die Welt. Nach dem Konkurs von Lehman war die Konfusion derart gross, dass viele Infrastrukturbetreiber nicht wussten, welche Rechtspersonen von dem Konkurs betroffen waren. Sie waren deshalb unsicher, ob sie die Transaktionen von Lehman bzw. dessen Tochtergesellschaften noch abwickeln durften oder nicht. Dieses einfache Beispiel zeigt, dass es für die Betreiber eines Zahlungssystems oder einer zentralen

Gegenpartei sehr wichtig ist, von der entsprechenden Aufsichtsbehörde umgehend informiert zu werden, sobald diese spezifische aufsichtsrechtliche Massnahmen gegenüber einem Systemteilnehmer ergreift. Nur wenn diese Benachrichtigung erfolgt, können die Infrastrukturbetreiber angemessen reagieren und die für diesen Fall vorgesehenen Verfahren unverzüglich in die Wege leiten. Die entsprechenden Informationskanäle zwischen Behörden und Infastrukturbetreiber sind auf nationaler Ebene in der Regel zwar gut eingespielt, doch grenzüberschreitend besteht noch ein beträchtliches Verbesserungspotenzial.

Einen weiteren Optimierungsbedarf sehe ich im Verhältnis zwischen den Betreibern von Finanzmarktinfrastrukturen und den Notenbanken. So ist aus Sicht der SNB eine weitere Lehre aus der Krise, dass die Notenbanken überprüfen müssen, welche Dienstleistungen sie den Finanzmarktinfrastrukturen anbieten. Vor allem die Möglichkeit, ein Konto bei der Notenbank zu eröffnen, ist zentral. Dieses Konto ist Voraussetzung dafür, dass Finanzmarktinfrastrukturen ihre Transaktionen in Notenbankgeld abwickeln und bei Bedarf am Tagesende ihre Liquiditätsbestände bei der Notenbank hinterlegen können. Auch der Zugang zu stehenden Fazilitäten, namentlich zur Innertagesliquidität und der Engpassfinanzierungsfazilität, kann dazu beitragen, Abwicklungsrisiken zu begrenzen und das Liquiditätsrisikomanagement der Finanzmarktinfrastrukturen zu stärken.

Verschiedene Notenbanken haben denn auch im Verlaufe der Finanzkrise ihre Zugangspolitik für Finanzmarktinfrastrukturen tendenziell liberalisiert. Die Zugangspolitik der Nationalbank war bereits vor der Krise dadurch gekennzeichnet, dass inländische Betreiber von Finanzmarktinfrastrukturen bei Bedarf ein Konto eröffnen konnten. Im Ausland domizilierte Betreiber bedurften bis anhin eines Bankenstatus. Derzeit prüfen wir, ob es dieser Anforderung weiterhin bedarf. Beibehalten werden wir auf jeden Fall die Bedingung, dass die Betreiber ausländischer Finanzmarktinfrastrukturen einer angemessenen Regulierung unterstehen.

Im Weiteren möchte ich nun zum zweiten Punkt kommen, der von grundlegenderer Bedeutung ist und mir weit mehr Sorgen bereitet. Es ist dies die Tatsache, dass es immer wieder sehr schnell wachsende Finanzmärkte gibt, die lange Zeit über keine angemessene

Infrastruktur verfügen. Wie bereits erwähnt, galt dies bis vor einigen Jahren etwa für den Devisenmarkt. Heute orten wir den dringendsten Handlungsbedarf im OTC-Derivatmarkt. Dieser weitgehend unregulierte Markt ist in den letzten 15 Jahren rasant gewachsen, ohne dass eine angemessene Infrastruktur für die Abrechnung und Abwicklung der Geschäfte aufgebaut wurde. Der OTC-Derivatmarkt liefert ein gutes – oder besser gesagt ein schlechtes – Beispiel dafür, dass Selbstregulierung eben nicht immer funktioniert. Ähnlich wie im Fall des Devisenmarktes bedurfte es der entschiedenen Intervention verschiedener Aufsichtsbehörden und Notenbanken, die unter der Ägide der Federal Reserve Bank of New York die Marktteilnehmer dazu verpflichtet haben, etwas zu unternehmen.

Immerhin konnten wir in den vergangenen zwei Jahren erste ermutigende Fortschritte erkennen. Beispielsweise wird heute ein Grossteil der Kreditderivatkontrakte in einer zentralen Datenbank, dem Trade Information Warehouse, erfasst. Dies erleichtert und beschleunigt verschiedene operationelle Prozesse und erlaubt den Marktteilnehmern ein effektiveres Risikomanagement. Zudem sind diverse Bestrebungen im Gange, die OTC-Derivatgeschäfte in Zukunft vermehrt über zentrale Gegenparteien abzuwickeln. Die Abwicklung der Geschäfte über eine zentrale Gegenpartei fördert zum einen die Markttransparenz. Zum anderen tragen zentrale Gegenparteien dazu bei, die Komplexität des Finanzsystems zu reduzieren. Dies deswegen, weil jeder Marktteilnehmer anstelle vieler bilateraler Beziehungen mit allen seinen Handelspartnern nur noch eine einzige Beziehung mit der zentralen Gegenpartei aufweist.

Die Bedeutung dieses letzten Punktes – dass zentrale Gegenparteien die Komplexität des Finanzsystems reduzieren – ist auch aus Sicht der übergeordneten internationalen regulatorischen Reformagenda nicht zu unterschätzen. So ist eines der wichtigsten Probleme, das wir in den kommenden Jahren lösen müssen, zweifellos jenes, dass es Finanzinstitute gibt, die sich als „too big to fail“ oder auch als „too interconnected to fail“ erwiesen haben. Hier bedarf es einer längerfristigen Strategie, die darauf abzielt, solche Institute in Zukunft im Krisenfall ordentlich liquidieren zu können. Eine Marktinfrastruktur, welche die Verflechtungen zwischen den einzelnen Finanzinstituten reduziert, betrachten wir als wichtiges Element dieser Strategie.

Allerdings sind auch zentrale Gegenparteien kein Wundermittel. Damit sie tatsächlich den gewünschten Beitrag zu einem stabilen und effizienten Finanzsystem leisten, müssen mindestens die drei folgenden Fragestellungen geklärt werden. Erstens: In welchen Märkten machen zentrale Gegenparteien tatsächlich Sinn? Zweitens: Wie viele zentrale Gegenparteien braucht es? Und drittens: Wie stellen wir sicher, dass die zentralen Gegenparteien nicht ihrerseits neue Risiken für das Finanzsystem kreieren?

Lassen Sie mich hierzu einige Bemerkungen anfügen. Zunächst ist es offensichtlich, dass zentrale Gegenparteien vor allem dann sinnvoll sind, wenn ein Markt ein gewisses Handelsvolumen erreicht hat und signifikante Gegenparteirisiken bestehen. Es geht also nicht darum, sämtliche Finanzmarktgeschäfte über zentrale Gegenparteien abzuwickeln. Diese Forderung wäre vermessen und würde vor allem die Innovation neuer Finanzinstrumente hemmen.

Im Falle des OTC-Derivatmarktes, der die kritische Grösse bereits vor Jahren überschritten hat, stellen wir heute fest, dass nicht nur eine sondern gleich mehrere zentrale Gegenparteien ihre Dienstleistungen anbieten. Wie die optimale Marktstruktur aussieht, ist schwierig zu beurteilen. Einerseits sprechen Skaleneffekte ganz klar für eine einzige zentrale Gegenpartei; andererseits kann es aus dynamischer Sicht durchaus sinnvoll sein, wenn mehrere zentrale Gegenparteien miteinander im Wettbewerb stehen und dadurch stärkere Anreize haben, ihr Angebot rasch den sich ändernden Bedürfnissen der Marktteilnehmer anzupassen.

Unabhängig davon, ob zentrale Gegenparteien als Monopolisten oder Oligopolisten auftreten, müssen wir uns bewusst sein, dass sie mit zunehmender Bedeutung selbst zu potenziellen so genannten Single Points of Failure für das Finanzsystem werden. Sollen zentrale Gegenparteien wirklich zu einem stabileren Finanzsystem beitragen, so müssen sie mit genügend finanziellen Ressourcen ausgestattet sein, um auch den Ausfall ihrer grössten Teilnehmer abfedern zu können. Die Risikomanagementmodelle der zentralen Gegenparteien

müssen von den Marktteilnehmern sowie von den zuständigen Regulatoren deshalb auf Herz und Nieren geprüft werden.

4. (Selbst-)Regulierung?

Meine Damen und Herren, lassen Sie mich abschliessend noch einmal festhalten, dass Finanzmarktinfrastrukturen das Fundament des Finanzsystems bilden. Richtig ausgestaltet, können sie zu einem effizienten und vor allem auch stabilen Finanzsystem beitragen. Dafür verantwortlich, dass die Zahlungs- und Abwicklungssysteme jederzeit reibungslos funktionieren und den Bedürfnissen des Finanzsektors entsprechen, sind in erster Linie deren Betreiber sowie die Marktteilnehmer.

Die staatlichen Regulierungsbehörden müssen die notwendigen Leitplanken setzen, namentlich für jene Infrastrukturen, die für die Stabilität des Finanzsystem von kritischer Bedeutung sind. Notenbanken und Aufsichtsbehörden verschiedener Länder haben denn auch in den vergangenen Jahren gemeinsam internationale Standards entwickelt, die zu einer sicheren und effizienten Finanzmarktinfrastruktur beitragen sollen.³ Selbstverständlich gilt es im Lichte der Finanzmarktkrise sorgfältig zu überprüfen, ob diese Standards noch angemessen sind oder ob sie zumindest punktuell angepasst werden müssen. Wichtig ist jedoch, dass diese Standards im Sinne von Zielvorgaben formuliert sind und es den Marktteilnehmern überlassen bleibt, wie sie diese Ziele am effizientesten erreichen.

Zudem zeigen die Beispiele des Devisenmarktes und des OTC-Derivatmarktes eindeutig, dass es den Marktteilnehmern in der Vergangenheit nicht immer gelungen ist, genügend rasch eine angemessene Marktinfrastruktur bereitzustellen. In anderen Worten: Märkte sind in keiner Weise immer perfekt. In offensichtlichen Fällen von Marktversagen müssen die Regulatoren in Zukunft schneller und dezidierter als bisher intervenieren und die Marktteilnehmer verpflichten, zügig zweckmässige Lösungen zu entwickeln.

³ Vgl. CPSS (2001): Core Principles for Systemically Important Payment Systems. CPSS/IOSCO (2001): Recommendations for Securities Settlement Systems. CPSS/IOSCO (2004): Recommendations for Central Counterparties.

Wie in anderen Bereichen der Finanzmarktregulierung kommt es somit auch bei den Infrastrukturen auf die richtige Mischung zwischen marktwirtschaftlicher Selbstverantwortung und staatlichen Interventionen an. Gelingt es, die richtige Balance zu finden, dürfen wir guter Hoffnung sein, dass die Finanzmarktinфраstruktur auch in Zukunft innovativ und zugleich ein Hort der Stabilität bleibt.