

Die neuen CPSS-IOSCO-Prinzipien für Finanzmarktinfrastrukturen

Der Basler Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems: CPSS) und die Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions: IOSCO) haben im April 2012 Prinzipien für Finanzmarktinfrastrukturen veröffentlicht. Finanzmarktinfrastrukturen sollen stabiler und für die Zukunft widerstandsfähiger gegenüber Finanzkrisen gemacht werden. Die Prinzipien unterstützen damit die Reformvereinbarungen der G20-Länder für die Finanzmärkte. Die Prinzipien richten sich an systemisch relevante Zahlungsverkehrssysteme, Zentralverwahrer, Wertpapierabwicklungssysteme, zentrale Kontrahenten und Transaktionsregister. Aus deutscher Perspektive sind dies vor allem das vom Eurosystem betriebene Zahlungsverkehrssystem TARGET2, der Zentralverwahrer Clearstream Banking AG und der zentrale Kontrahent Eurex Clearing AG. Die bisher geltenden internationalen Standards werden vereinheitlicht, deutlich verschärft und um neue Aspekte erweitert. Von den Finanzmarktinfrastrukturen wird erwartet, dass sie die Prinzipien baldmöglichst umsetzen. Zentralbanken und Aufsichtsbehörden sollen sie bis Ende 2012 in ihr Aufsichtsregime übernehmen. Derzeit untersuchen Finanzmarktinfrastrukturen und Regulierungsbehörden den Anpassungsbedarf. Die notwendigen Investitionen und daraus resultierende Kostensteigerungen für Infrastrukturen und Marktteilnehmer sind dabei der Preis für die erhöhte Sicherheit. Neben den Gründen für die Überarbeitung der Prinzipien geht der folgende Beitrag auf die wichtigsten Elemente und die Rolle der Aufsichtsbehörden ein. Die Rolle der Bundesbank im Rahmen der Überwachung von Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen wird durch die neuen Prinzipien weiter gestärkt.

Neue Herausforderungen für Finanzmarktinfrastrukturen

Finanzmarktinfrastrukturen als Rückgrat nationaler und internationaler Finanzmärkte

Finanzmarktinfrastrukturen spielen für die Abwicklung von Finanzgeschäften, zum Beispiel in Wertpapieren oder Derivaten, oder für den Zahlungsverkehr eine zentrale Rolle. Sie stellen das Rückgrat für nationale und internationale Finanzmärkte dar. Finanzmarktinfrastrukturen unterstützen die Realwirtschaft und ermöglichen die Übertragung geldpolitischer Impulse. Wegen der hohen Umsätze, die üblicherweise über solche Systeme abgewickelt werden, des häufig vorhandenen Monopolcharakters sowie der engen Verzahnung mit Marktteilnehmern und anderen Marktinfrastrukturen kommt ihnen systemische Relevanz zu. Wenn sie nicht in angemessener Weise betrieben und beaufsichtigt werden, können sie bedeutende Risiken für das Finanzsystem darstellen und bei Krisen auf andere Akteure ausstrahlen. Zu den einer breiteren Öffentlichkeit bekannten Institutionen gehören die Börsen, weniger Beachtung finden oftmals die dem Handel mit Finanzprodukten nachgelagerten Abwicklungsbereiche. Diese stehen im Mittelpunkt dieses Beitrags und umfassen Zahlungsverkehrssysteme, Zentralverwahrer, Wertpapierabwicklungssysteme, zentrale Kontrahenten und sogenannte Transaktionsregister. Für eine Definition der einzelnen Finanzmarktinfrastrukturen siehe Seite 41.

Risikobegrenzung durch Standards von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden

Zentralbanken und Aufsichtsbehörden von Märkten und Banken haben ein herausragendes Interesse an der Begrenzung von Risiken und der Beseitigung von Schwachstellen bei systemisch relevanten Finanzmarktinfrastrukturen. CPSS und IOSCO haben deshalb bereits vor mehreren Jahren Standards für systemisch relevante Zahlungsverkehrssysteme (Core principles for systemically important payment systems), Wertpapierabwicklungssysteme (Recommendations for securities settlement systems) und zentrale Kontrahenten (Recommendations for central counterparties)¹⁾ entwickelt. Während Zentralverwahrer, Wertpapierabwicklungssysteme und zentrale Kontrahenten immer als sys-

temisch relevant angesehen werden können, gilt das für Zahlungsverkehrssysteme nur dann, wenn es sich zum Beispiel um das einzige System handelt oder es vor allem zeitkritische Zahlungen, Großbetragszahlungen oder Ausgleichszahlungen für andere Finanzmarktinfrastrukturen abwickelt. Dieses trifft vor allem auf die von den Notenbanken selbst betriebenen Echtzeit-Bruttosysteme wie zum Beispiel TARGET2 zu.

In der jüngsten Finanzkrise haben Finanzmarktinfrastrukturen weitgehend reibungslos funktioniert. Allerdings hat die Finanzkrise das Risikobewusstsein geschärft und auch die Notwendigkeit zur Berücksichtigung ausgeprägter Stresssituationen deutlich vor Augen geführt. Die Lehren aus der Finanzkrise sowie die Erfahrungen der letzten Jahre bei der Umsetzung der bisherigen Aufsichtsstandards veranlassten Zentralbanken und Aufsichtsbehörden, über höhere Anforderungen an Finanzmarktinfrastrukturen nachzudenken. CPSS und IOSCO haben daher die alten Standards umfassend überarbeitet und in einem einzigen Dokument zusammenggeführt. Dabei wurden einzelne Standards verschärft sowie bislang nicht abgedeckte Risikobereiche durch die Einführung neuer Standards erstmalig berücksichtigt. Die bisherigen Empfehlungen („soft laws“) wurden im Zuge der Überarbeitung zu (Mindest-)Prinzipien weiterentwickelt, zu deren Einhaltung sich die an der Erstellung beteiligten Institutionen verpflichtet haben.

Diese neuen Prinzipien von CPSS und IOSCO für Finanzmarktinfrastrukturen (Principles for financial market infrastructures, im Folgenden „Prinzipien“)²⁾ unterstützen die Reformvereinbarung

Gründe für die Überarbeitung der bisherigen Standards

Unterstützung der G20-Empfehlungen für ein widerstandsfähigeres Finanzsystem

¹ Vgl. hierzu: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Core principles for systemically important payment systems, CPSS Publication No 43, Januar 2001; Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Recommendations for securities settlement systems, CPSS Publication No 46, November 2001; Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Recommendations for central counterparties, CPSS Publication No 64, November 2004.

² Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Principles for financial market infrastructures, CPSS Publication No 101, April 2012.

Übersicht über die von den Prinzipien umfassten Finanzmarktinfrastrukturen

Zahlungsverkehrssysteme

Zahlungsverkehrssysteme sind Systeme, über die Systemteilnehmer (i. d. R. Banken) für sich selbst oder für ihre Kunden Zahlungen abwickeln. Im Allgemeinen unterscheidet man zwischen Massenzahlungsverkehrssystemen und Individualzahlungsverkehrssystemen. Massenzahlungsverkehrssysteme wickeln üblicherweise eine große Anzahl (Masse) von Zahlungen mit verhältnismäßig geringem Wert ab. Über Individualzahlungssysteme laufen hingegen Zahlungen mit hoher Dringlichkeit oder mit hohen Beträgen sowie der geldliche Ausgleich von in anderen Finanzmarktinfrastrukturen abgewickelten Geschäften.

Zentralverwahrer

Wertpapiere werden heute nur noch in sehr seltenen Fällen in Form von (Einzel-)Urkunden von Anlegern selbst oder in Schließfächern bei Banken verwahrt. Vielmehr werden Wertpapiere heute durch einen Zentralverwahrer entweder immobilisiert (z. B. als Globalurkunde in einem Tresor) oder in entmaterialisierter Form (in Form eines Registereintrags beispielsweise bei der Finanzagentur des Bundes) verwahrt. Anleger erhalten die mit einem Wertpapier verbundenen Eigentumsrechte über ein Depot, das ihre Bank bei dem entsprechenden Zentralverwahrer unterhält. Zentralverwahrer haben deshalb eine Art „Notarfunktion“.

Wertpapierabwicklungssysteme

Zentralverwahrer bieten in der Regel auch Wertpapierabwicklungssysteme an, über welche die buchmäßige Übertragung und Abwicklung von Wertpapieren erfolgt. Dabei können Wertpapiertransaktionen so-

wohl ohne Zahlung („free of payment“) als auch gegen Zahlung („delivery versus payment“) abgewickelt werden. In Deutschland werden die Funktionen Zentralverwahrer und Wertpapierabwicklungssystem von einem einzigen Institut, der Clearstream Banking AG, ausgeübt.

Zentrale Kontrahenten

Ein zentraler Kontrahent (auch zentrale Gegenpartei genannt) schaltet sich zwischen zwei Vertragsparteien von Finanzgeschäften, die an einer Börse oder auch außerhalb einer Börse („over the counter“: OTC) gehandelt worden sind. Er wird dadurch zum Käufer für jeden Verkäufer (und umgekehrt) und stellt damit die Erfüllung der offenen Verträge sicher. Wenn zentrale Kontrahenten wirksame Risikomanagementverfahren wie die zeitnahe Bewertung von Risikopositionen und deren Unterlegung mit Sicherheiten anwenden, reduzieren sie potenziell die Risiken für die Vertragspartner und die Finanzmärkte insgesamt.

Transaktionsregister

Ein Transaktionsregister führt elektronische Aufzeichnungen über Finanztransaktionen. Transaktionsregister sind eine neue Art von Finanzmarktinfrastuktur, insbesondere im Markt für OTC-Derivate. Aufsichtsbehörden, Marktteilnehmer und die Öffentlichkeit haben ein Interesse an zuverlässigen Transaktionsregistern, da diese durch zentrales Sammeln, Speichern und die Weitergabe von Daten zur Transparenz der Finanzmärkte beitragen. In vielen Fällen beziehen zentrale Kontrahenten ihre Daten über Finanzmarktgeschäfte, in die sie als Geschäftspartner eintreten, von Transaktionsregistern.

Übersicht möglicher Risiken

Systemisches Risiko

Von einem systemischen Risiko spricht man zum einen, wenn die Unfähigkeit einzelner Systemteilnehmer, ihren vertraglichen Verpflichtungen nachzukommen, dazu führt, dass wiederum andere Systemteilnehmer ihren eigenen Verpflichtungen bei Fälligkeit nicht nachkommen können (Dominoeffekt). Als Folge einer solchen Kettenreaktion können möglicherweise viele oder sogar alle Geschäfte in einem System nicht ordnungsgemäß abgewickelt werden. Dies kann wiederum schwerwiegende negative Folgen für Finanzmärkte und Wirtschaft nach sich ziehen. Zum anderen können systemische Risiken auf die Verflechtung von Infrastrukturen untereinander zurückgeführt werden. Wenn zum Beispiel ein Wertpapierabwicklungssystem für die Buchungen der Geldströme mit einem Zahlungsverkehrssystem verbunden ist, können sich diese Systeme wechselseitig stören. Finanzmarktinfrastrukturen sollten so ausgestaltet sein, dass sie systemische Risiken reduzieren, es ist jedoch nicht vermeidbar, dass sie diesen Risiken selbst ausgesetzt sind.

Rechtsrisiko

Ein Rechtsrisiko ist das Risiko, dass eine gesetzliche Regelung auf unerwartete Weise angewendet wird und beispielsweise einzelne vertragliche Bedingungen nicht durchgesetzt werden können oder für nichtig erklärt werden. Dies gilt insbesondere bei grenzüberschreitenden Situationen, wenn unterschiedliche Rechtsordnungen für eine bestimmte Transaktion, Tätigkeit oder einen bestimmten Marktteilnehmer anwendbar sind.

Kreditrisiko

Unter Kreditrisiko versteht man das Risiko, dass eine Vertragspartei ihren finanziellen Verpflichtungen weder zum Fälligkeitstermin noch zu einem künftigen Zeitpunkt

nachkommt. Kreditrisiken können unterschiedliche Träger haben und in unterschiedlicher Weise auftreten. Ein Kreditrisiko im engeren Sinn liegt vor, wenn kurzfristige Kredite von den Infrastrukturen selbst oder den Teilnehmern untereinander vergeben werden, um eine reibungsfreie Zahlungsabwicklung zu unterstützen. Ein Erfüllungsrisiko liegt vor, wenn bei der Abwicklung von Geschäften mit einem Gegenwert eine Vertragspartei einseitig ihre vertragliche Verpflichtung erfüllt, die andere aber nicht. Dieses Risiko wird in der Regel durch eine Zug-um-Zug-Abwicklung eliminiert. Ein Wiederbeschaffungsrisiko liegt vor, wenn ein Geschäftspartner seiner Leistungspflicht nicht nachkommt und der andere daraufhin im Rahmen der eigentlich vorgesehenen Zug-um-Zug-Abwicklung auch nicht erfüllt. Beide Parteien (oder möglicherweise ein zentraler Kontrahent, der in ein bilaterales Geschäft eingetreten ist), haben dann ein Verlustrisiko, weil sie das ursprüngliche Geschäft zu einem ungünstigeren Marktpreis ersetzen müssen.

Liquiditätsrisiko

Liquiditätsrisiko ist das Risiko, dass eine Vertragspartei ihren finanziellen Verpflichtungen zum Fälligkeitstermin nicht nachkommt, selbst wenn dies zu einem späteren Zeitpunkt in vollem Umfang möglich wäre. Bei einem Wertpapiergeschäft beispielsweise können Käufer und Verkäufer, wenn auch auf unterschiedliche Art, diesem Risiko ausgesetzt sein. Für den Käufer bedeutet Liquiditätsrisiko die Gefahr, dass er die erworbenen Wertpapiere nicht zum vereinbarten Zeitpunkt erhält und sich die Papiere am Markt leihen muss, um seinen eigenen Lieferverpflichtungen nachkommen zu können. Ein Verkäufer, der die vereinbarte Zahlung nicht zur Fälligkeit erhält, muss sich möglicherweise auf andere Weise Mittel beschaffen, um seinen Zahlungsverpflichtungen vollständig nachkommen zu können. Liquiditätsprobleme können insbeson-

dere dann systemische Probleme generieren, wenn sie auf engen oder illiquiden Märkten auftreten oder wenn sie Zweifel an der Zahlungsfähigkeit einer Gegenpartei aufkommen lassen.

Allgemeines Geschäftsrisiko

Zum allgemeinen Geschäftsrisiko gehören alle Risiken, die aus dem Geschäftsbetrieb einer Finanzmarktinфраstruktur hervorgehen und nicht in dem Ausfall eines Geschäftspartners begründet sind. So können veränderte Markt- oder Wettbewerbssituationen Ertragsrückgänge oder Kostensteigerungen auslösen und so den Fortbestand einer Infrastruktur gefährden.

Verwahr- und Anlagerisiko

Unter Verwahr- und Anlagerisiko versteht man das Risiko eines Verlustes an Vermögenswerten im Falle von Insolvenz, Fahrlässigkeit, Betrug, mangelhafter Geschäftsführung oder unzureichender Buchführung seitens des Ver-

wahrs. Das Anlagerisiko hingegen ist das Verlustrisiko, das eine Finanzmarktinфраstruktur bei der Anlage eigener oder fremder Mittel einget. Beide Risiken können Kredit- und Liquiditätseingpässe sowie Reputationschäden für die Infrastruktur nach sich ziehen.

Betriebsrisiko

Betriebsrisiko ist das Risiko von Störungen im täglichen Betrieb beispielsweise durch Fehler oder Ausfälle von EDV-Systemen, durch menschliches Versagen oder aufgrund von externen Ursachen. Diese können die Leistungserbringung von Finanzmarktinфраstrukturen verschlechtern oder gar zu einem kompletten Stillstand des Betriebs führen. Betriebsrisiken können sich auch auf die Teilnehmer einer Finanzmarktinфраstruktur oder angeschlossene Infrastrukturen ausbreiten und dadurch systemische Risiken verursachen.

gen der G20-Länder, nach denen alle Finanzmärkte einer Regulierung und angemessenen Überwachung zu unterstellen sind. So soll die Funktionsweise, Transparenz und Überwachung der Märkte für außerbörslich gehandelte Derivate („over the counter“-Derivate: OTC-Derivate) bis Ende 2012 verbessert werden. Diese Bestrebungen beinhalten zum einen, dass der Handel standardisierter OTC-Derivate auf regulierte Märkte verlagert werden soll. Ferner sollen möglichst viele standardisierte OTC-Derivate über zentrale Kontrahenten abgewickelt werden. Wegen dieses künftigen Zwangs zum zentralen Clearing ist es besonders wichtig, dass zentrale Kontrahenten ein sehr hohes Sicherheitsniveau einhalten. Dies gilt insbesondere dann, wenn ein zentraler Kontrahent von anderen nationalen Märkten genutzt wird. Ergänzend sollen alle OTC-Derivategeschäfte an Transaktionsregister gemeldet werden, um auf der Basis von rasch verfügbaren und korrekten Daten den Regulierungsbehörden einen umfassenden Überblick über

das Risikopotenzial in diesen Märkten zu ermöglichen. Diese Maßnahmen sollen zur Verbesserung der Transparenz, zur Senkung der systemischen Risiken und zur Verhinderung von Marktmissbrauch beitragen. Der Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board: FSB)³ überwacht für die G20 die Umsetzung der vereinbarten Maßnahmen im Rahmen von halbjährlichen Fortschrittsberichten.

Die Prinzipien sollen auf alle systemisch relevanten Infrastrukturen angewendet werden. Bei der Formulierung wurde großes Augenmerk darauf gerichtet, die Unterschiede verschiedener Arten von Finanzmarktinфраstrukturen in Bezug auf Organisation, Funktionen und Design zu berücksichtigen. Ferner sind nicht

*Ausgestaltung
der Prinzipien*

³ Der FSB wurde eingerichtet, um die Arbeit von nationalen Finanzaufsichtsbehörden und den standardsetzenden Gremien auf internationaler Ebene zu koordinieren und die Umsetzung wirksamer Regulierung, Aufsicht und sonstiger finanzpolitischer Ziele zu fördern. Der FSB hat sein Sekretariat bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

alle Prinzipien auf alle Arten von Infrastrukturen anwendbar. Sie sind zudem flexibel gestaltet, sodass sie auf unterschiedliche Weise und mit unterschiedlichen Mitteln eingehalten werden können. Die einzelnen Prinzipien bauen aufeinander auf und ergänzen sich gegenseitig. Sie stellen Mindestanforderungen dar, über die sowohl die Finanzmarktinfrastrukturen als auch ihre nationalen Aufseher hinausgehen können. Darüber hinaus werden in einigen Fällen vorbildliche Marktpraktiken („best practices“) erwähnt, an denen sich Infrastrukturen ergänzend orientieren können, sofern dies in ihrer jeweiligen Lage angezeigt erscheint.

Gleichbehandlung von Finanzmarktinfrastrukturen

Die Prinzipien gelten für Finanzmarktinfrastrukturen sowohl im Eigentum des privaten Sektors als auch im Eigentum von Zentralbanken. Eine Zentralbank muss sicherstellen, dass von ihr betriebene Systeme grundsätzlich die Prinzipien erfüllen, um sich wettbewerbsneutral zu verhalten. Allerdings haben Zentralbanken Spielraum bei der Umsetzung, um ihrem öffentlichen Charakter und ihren geld- und liquiditätspolitischen Aufgaben gerecht zu werden. So gilt im Eurosystem für die Absicherung der Risiken aus Innertageskrediten im Zahlungsverkehrssystem TARGET2 beispielsweise der gleiche Sicherheitenrahmen wie für geldpolitische Operationen. Zur Erläuterung möglicher Risiken im Zusammenhang mit Finanzmarktinfrastrukturen siehe Seite 42 f.

■ Die Prinzipien im Überblick

Die 24 Prinzipien lassen sich in neun verschiedene Kategorien einteilen (siehe Schaubild auf Seite 45). Den Kern bilden dabei die Prinzipien, die eine wirksame Steuerung der verschiedenen Risiken ermöglichen sollen, insbesondere des Kredit- und Liquiditätsrisikos. Ferner sollen vorbeugende Regelungen für den Ausfall eines Teilnehmers getroffen werden. Ergänzend umfassen die Prinzipien die Aspekte Transparenz, Effizienz und Zugang. Im Folgenden werden schwerpunktmäßig diejenigen Prinzipien behandelt, die bestehende Regelungen in bedeu-

tendem Umfang verschärfen oder neue Regelungen einführen. Hierzu zählen insbesondere die flankierenden Maßnahmen für die Einführung des Clearing-Zwangs von standardisierten OTC-Derivaten über zentrale Kontrahenten.

Die Prinzipien 1 bis 3 betreffen die allgemeine Organisation von Finanzmarktinfrastrukturen. Diese sollten in allen betroffenen Rechtsordnungen eine solide, eindeutige und durchsetzbare rechtliche Basis aufweisen. Ihre Führungs- und Verwaltungsstruktur sollte klar und transparent sein sowie die Sicherheit und die Effizienz der Infrastruktur fördern. Neu und verschärfend aufgenommen wurde die Anforderung, auch das öffentliche Interesse und die Stabilität des Finanzsystems zu unterstützen. Ferner wurde als neues Prinzip die Anforderung eingeführt, dass Infrastrukturen einen umfassenden Rahmen zur Steuerung aller Einzelrisiken haben sollten.

Allgemeine Organisation

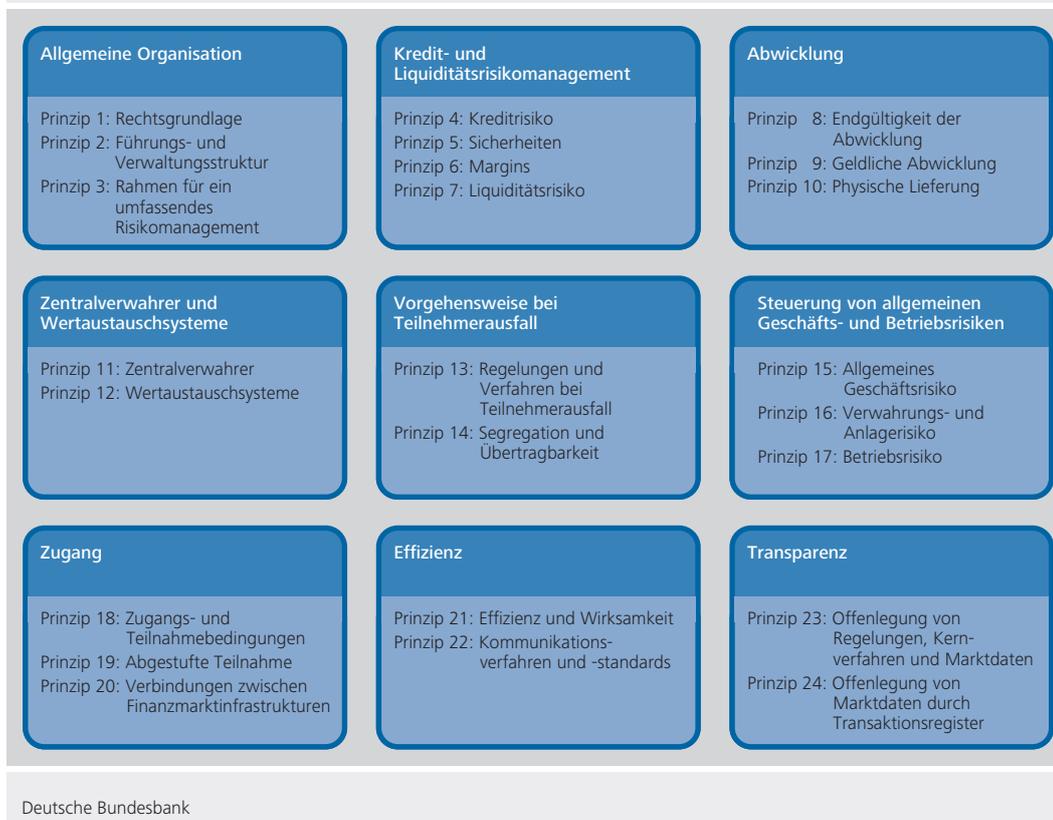
Die Prinzipien 4 bis 7 betreffen die Anforderungen an die Steuerung von Kredit- und Liquiditätsrisiken, die sowohl eine Infrastruktur als auch die Teilnehmer im Verlauf des Abwicklungsprozesses eingehen können.

Management von Kredit- und Liquiditätsrisiko

Prinzip 4 erfordert, dass alle Infrastrukturen ihre Kreditrisiken identifizieren, messen, beobachten und steuern. Insbesondere soll eine Infrastruktur über genügend finanzielle Ressourcen in Form von Eigenkapital und Sicherheiten (z. B. verpfändete Wertpapiere) verfügen, um eigene Kreditrisiken gegenüber jedem Teilnehmer mit einem hohen Grad an Sicherheit abzudecken. Hierbei handelt es sich um eine bedeutende Verschärfung gegenüber den früheren Standards, weil nun die gesamte Risikoposition voll abzudecken ist.

Für zentrale Kontrahenten gilt eine Reihe von Sonderregelungen. Da zentrale Kontrahenten bei der Geschäftsabwicklung als Gegenpartei von Käufer und Verkäufer agieren, haben sie grundsätzlich eine ausgeglichene Position. Sobald jedoch ein Teilnehmer ausfällt, entstehen offene Positionen, deren Höhe auch von der

24 Prinzipien nach Kategorien



Entwicklung der Marktpreise während der Laufzeit eines Geschäfts abhängt. Von zentralen Kontrahenten wird erwartet, dass sie diese Risiken gegenüber jedem Teilnehmer voll durch finanzielle Mittel abdecken, und zwar mit einer Wahrscheinlichkeit (Konfidenzintervall) von mindestens 99%. In der Regel werden hierfür Eigenbeiträge der Teilnehmer in Form von sogenannten Margins (Prinzip 6) eingefordert. Darüber hinaus sollen zentrale Kontrahenten auch den Ausfall des größten Teilnehmers – einschließlich zugehöriger Konzernunternehmen – bei extremen (d.h. mit einer Wahrscheinlichkeit von weniger als 1%), aber plausiblen Marktpreisänderungen abdecken können. Für zentrale Kontrahenten mit einem besonders komplexen Risikoprofil oder einer systemischen Bedeutung für mehrere Länder erhöht sich die Anforderung auf den Ausfall der beiden größten Teilnehmer (einschl. Konzerngesellschaften). Die Angemessenheit der finanziellen Mittel ist durch regelmäßig durchzuführende Stresstests sowie eine Validierung

der dafür verwendeten mathematischen Modelle nachzuweisen.

Prinzip 7 über das Liquiditätsrisiko soll sicherstellen, dass Infrastrukturen ihre Zahlungsverpflichtungen in allen relevanten Währungen pünktlich erfüllen. Die Anforderungen sind den entsprechenden Regelungen für das Kreditrisikomanagement nachgebildet; sie berücksichtigen auch den Ausfall von einem oder zwei Teilnehmern und verlangen ähnliche Stresstests. Einzubeziehen sind nicht nur die Liquiditätsrisiken aus dem eventuellen Ausfall von Teilnehmern, sondern auch der Ausfall von Banken, die besondere Funktionen für die Finanzmarktinfrastruktur übernehmen (beispielsweise Zahlungsabwicklung oder verbindliche Liquiditätsbereitstellung im Bedarfsfall). Zudem verschärfen die Prinzipien die Anforderungen an die zugelassenen Deckungsmittel und stellen nun darauf ab, dass die liquiden Mittel auch tatsächlich und weitgehend vertraglich abgesichert verfügbar sind.

Abwicklung

Die Prinzipien 8 bis 10 adressieren den Ausgleich von Zahlungs- und Lieferverpflichtungen. Finanzmarktinfrastrukturen sollten eine klare und zuverlässige Endgültigkeit der Abwicklung spätestens bis zum Ende des Geschäftstages sicherstellen. Soweit zweckmäßig und verfügbar, sollte der geldliche Ausgleich in sicherem Zentralbankgeld erfolgen. Andernfalls sind die aus der Abwicklung in Geschäftsbankengeld resultierenden Kredit- und Liquiditätsrisiken zu steuern. Die mit physischen Lieferverpflichtungen von Finanzinstrumenten und Gütern einhergehenden Risiken, wie zum Beispiel Fälschungen, sollten überwacht und kontrolliert werden.

Zentralverwahrer und Wertaustauschsysteme

Die Prinzipien 11 und 12 richten sich an Zentralverwahrer und Wertaustauschsysteme. Zentralverwahrer sollen elektronische Wertpapierbuchungen durch Immobilisierung von Wertpapierurkunden oder Dematerialisierung von Wertpapieren ermöglichen. Wertaustauschsysteme dienen der Abwicklung von zwei miteinander verbundenen Leistungsverpflichtungen, zum Beispiel Lieferung von Wertpapieren gegen Bezahlung. Bei der Abwicklung derartiger Transaktionen sollen Finanzmarktinfrastrukturen das Erfüllungsrisiko eliminieren, indem sie eine Zug-um-Zug-Abwicklung unterstützen.

Vorgehensweise bei Ausfall eines Teilnehmers

Um einem Teilnehmersausfall zu begegnen, sollten Finanzmarktinfrastrukturen über wirksame und klar definierte Regelungen und Verfahren für solche Fälle verfügen (Prinzip 13). Diese Regelungen und Verfahren sollen sicherstellen, dass die Infrastrukturen zeitnah Maßnahmen zur Begrenzung von Verlusten und Liquiditätsengpässen ergreifen können und in der Lage sind, ihre Verpflichtungen fortlaufend zu erfüllen. Das neu eingeführte Prinzip 14 richtet sich nur an zentrale Kontrahenten und reflektiert das aufgrund des Clearing-Zwangs für standardisierte OTC-Derivate entstandene Schutzbedürfnis von indirekten Clearing-Teilnehmern. Da wegen der hohen Zugangsanforderungen des zentralen Kontrahenten in vielen Fällen eine eigene, unmittelbare Teilnahme wirtschaftlich

nicht attraktiv ist, nutzen viele Marktteilnehmer einen anderen (direkten) Clearing-Teilnehmer, über den sie ihre Handelspositionen und die aufgrund des Marktrisikos zu stellenden Sicherheiten halten. Das Prinzip sieht deshalb vor, dass die Positionen und Bestände des indirekten Clearing-Teilnehmers von denjenigen des direkten Clearing-Teilnehmers rechtlich und tatsächlich getrennt gehalten werden (sog. Segregation). Dies sichert im Falle der Insolvenz des direkten Clearing-Teilnehmers die Übertragbarkeit auf einen anderen direkten Clearing-Teilnehmer.

Die Prinzipien 15 bis 17 behandeln allgemeine Geschäfts- und Betriebsrisiken. Finanzmarktinfrastrukturen sollen ihre allgemeinen Geschäftsrisiken steuern, die zum Beispiel in Form von Nachfragerückgängen bei Verlust wichtiger Kunden oder durch allgemeine Marktentwicklungen entstehen, sowie über genügend Eigenkapital und flüssige Mittel verfügen, um den Geschäftsbetrieb auch unter solchen Bedingungen aufrechterhalten zu können. Dieses Prinzip wurde neu eingefügt, weil Infrastrukturen keine oder nur wenige Wettbewerber haben und deshalb nicht ohne Weiteres ersetzbar sind. Ferner sollten Finanzmarktinfrastrukturen ihre eigenen und die für ihre Teilnehmer gehaltenen Mittel sicher und hochverfügbar anlegen, um Verwahr- und Anlagerisiken zu begrenzen. Strengere Anforderungen werden künftig auch an das Management von betrieblichen Risiken gestellt. Mögliche externe und interne Quellen operationeller Risiken sollten identifiziert und ihre Auswirkung durch den Einsatz adäquater Systeme, Richtlinien, Verfahren und Kontrollen begrenzt werden. Die technischen Systeme sind so auszulegen, dass sie sehr sicher und zuverlässig sind und flexibel auf schwankende Auslastung reagieren können. Bei größeren Störungen sollte der Betrieb wieder zeitnah aufgenommen werden können.

Die Prinzipien 18 bis 20 behandeln im weitesten Sinn den Zugang zu Finanzmarktinfrastrukturen. Prinzip 18 fordert objektive, risikobasierte und transparente Teilnahme-kriterien. Neu

Management des allgemeinen Geschäfts- und Betriebsrisikos

Zugang

eingeführt wurde Prinzip 19, wonach auch diejenigen Risiken gesteuert werden sollten, die sich aus einer abgestuften Teilnahmestruktur mit direkten und indirekten Teilnehmern ergeben können. Prinzip 20 betrifft Verbindungen zwischen Finanzmarktinfrastrukturen.

Diese drei Prinzipien sind ebenfalls vor dem Hintergrund des Clearing-Zwangs für standardisierte OTC-Derivate-Geschäfte und dem verstärkten Trend zu global agierenden Infrastrukturen wichtig. So gibt es in vielen Ländern selbst für den heimischen Markt keine zentralen Kontrahenten und aufgrund der fehlenden Wirtschaftlichkeit auch keine Pläne, solche Infrastrukturen zu gründen. In diesen Fällen ist der diskriminierungsfreie direkte Zugang zu ausländischen zentralen Kontrahenten – und damit die Ausgestaltung seiner Teilnahmekriterien – essenziell. In manchen Fällen kann eine direkte Verbindung zwischen zentralen Kontrahenten diesen Zugang ermöglichen. In diesem Fall können zwei Handelspartner in verschiedenen Ländern das Angebot ihrer heimischen Infrastrukturen nutzen, ohne sich direkt an eine ausländische Infrastruktur anschließen zu müssen. Die Infrastrukturen übernehmen dann selbst die Intermediationsfunktion. Das Risikomanagement solcher Verbindungen und die Vermeidung potenzieller Ansteckungsgefahren stehen im Mittelpunkt des Prinzips 20.⁴⁾

Effizienz

Die Prinzipien 21 und 22 legen Grundsätze für einen effizienten Geschäftsbetrieb fest. Finanzmarktinfrastrukturen sollten die Anforderungen ihrer Teilnehmer und der für sie relevanten Märkte wirksam und effizient erfüllen. Dazu zählt insbesondere die Nutzung oder Unterstützung international akzeptierter Kommunikationsverfahren und -standards.

Transparenz

Die Prinzipien 23 und 24 zielen auf eine verbesserte Transparenz. Finanzmarktinfrastrukturen sollten alle relevanten Regelungen und wichtigen Verfahren offenlegen und ihren Teilnehmern ermöglichen, die sich aus der Teilnahme ergebenden Risiken und Kosten genau bewerten zu können.

Das neu eingeführte Prinzip 24 richtet sich ausschließlich an Transaktionsregister und fordert eine Bereitstellung von zeitnahen und präzisen Daten an Aufsichtsbehörden, Zentralbanken und die Öffentlichkeit. Der Detaillierungsgrad der bereitgestellten Informationen muss allerdings die vertrauliche Natur der Geschäftsdaten von Handelspartnern berücksichtigen. Derzeit befasst sich eine Arbeitsgruppe von CPSS und IOSCO mit der Frage, zu welchen Daten und in welchem Aggregationsgrad einzelne Aufseher, zum Beispiel Bankaufseher oder Zentralbanken mit einem makroprudenziellen Mandat, Zugang haben sollen. Näher konkretisiert wurden bereits die grundsätzlichen Mindestanforderungen an das Berichtswesen und die Datenaggregation.⁵⁾

Verantwortlichkeiten von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden

Um eine möglichst konsistente Implementierung der neuen Prinzipien durch alle Finanzmarktinfrastrukturen zu gewährleisten, enthalten die Prinzipien fünf sogenannte Verantwortlichkeiten (A bis E). Sie tragen dem Umstand Rechnung, dass eine umfassende Implementierung der Prinzipien nur durch eine effektive Aufsicht und Überwachung durch die zuständigen Behörden sichergestellt werden kann. Sie richten sich entsprechend an Zentralbanken, Wertpapier- oder sonstige Aufsichtsbehörden. Die entsprechenden Regelungen sind eine Weiterentwicklung der bislang nur für systemisch relevante Zahlungsverkehrssysteme geltenden Vorgaben.

Leitfäden für Zentralbanken und Wertpapierregulierungsbehörden zur Implementierung der Prinzipien

⁴ Für die verschiedenen strukturellen Konstellationen und ihre Vor- und Nachteile vgl.: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, *The macrofinancial implications of alternative configurations for access to central counterparties in OTC derivatives markets*, CGFS Publication No 46, November 2011.

⁵ Vgl.: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, *Report on OTC derivatives data reporting and aggregation requirements*, CPSS Publication No 100, Januar 2012.

Effektive und adäquate Aufsicht und Überwachung von Finanzmarktinfrastrukturen anhand nachvollziehbarer Kriterien

Verantwortlichkeit A sieht vor, dass Zentralbanken, Wertpapier- und sonstige Aufsichtsbehörden eine adäquate und wirksame Aufsicht und Überwachung von Finanzmarktinfrastrukturen gewährleisten. Sie sollten die Entscheidung über die zu beaufsichtigenden beziehungsweise zu überwachenden Infrastrukturen anhand von klaren und offengelegten Kriterien vornehmen. Die Verantwortlichkeit A erkennt an, dass die Kompetenzverteilung zwischen Zentralbanken, Markt- und sonstigen Aufsichtsbehörden in Abhängigkeit von nationalem Recht unterschiedlich geregelt sein kann.

Ausreichende Befugnisse und Ressourcen der Behörden

Nach Verantwortlichkeit B sollten die mit der Aufsicht beziehungsweise Überwachung von Finanzmarktinfrastrukturen betrauten Behörden sowohl über die dafür erforderlichen Befugnisse als auch über die notwendigen Ressourcen verfügen. Dieses umfasst zum einen die zeitnahe Einholung der für die Beurteilung der Infrastrukturen erforderlichen Informationen. Zum anderen gehört dazu die Befugnis, im Bedarfsfall die notwendigen Maßnahmen veranlassen und durchsetzen zu können, sowie die Verfügbarkeit der erforderlichen sachlichen und personellen Mittel.

Transparente Richtschnur bei der Aufsicht und Überwachung von Finanzmarktinfrastrukturen

Gemäß Verantwortlichkeit C sollten die mit der Beaufsichtigung beziehungsweise Überwachung von Finanzmarktinfrastrukturen betrauten Zentralbanken, Wertpapier- und sonstigen Aufsichtsbehörden klare Grundsätze über die Ziele und Mittel ihrer Tätigkeit definieren und offenlegen. Diese öffentliche Rechenschaft ihrer Tätigkeit macht den Infrastrukturen deutlich, welche Anforderungen von ihnen zu erfüllen sind.

Konsistente Implementierung der Prinzipien

Verantwortlichkeit D verlangt, dass die mit der Aufsicht beziehungsweise Überwachung von Finanzmarktinfrastrukturen betrauten Zentralbanken, Wertpapier- und sonstigen Aufsichtsbehörden die Prinzipien konsistent umsetzen und anwenden. Indem das Anforderungsniveau der Prinzipien möglichst allgemeingültig formuliert wurde, kann die Substanz der Prinzipien konsistent in allen Ländern und bei allen

betroffenen Finanzmarktinfrastrukturen angewendet werden. Dies ist insbesondere im globalen Kontext zur Wahrung der Wettbewerbsgleichheit zwischen den verschiedenen Infrastrukturen erforderlich.

Verantwortlichkeit E sieht vor, dass die mit der Aufsicht und Überwachung von Finanzmarktinfrastrukturen betrauten Zentralbanken und Behörden auf nationaler und internationaler Ebene miteinander kooperieren, um Sicherheit und Effizienz bei Finanzmarktinfrastrukturen zu fördern und sich gegenseitig bei ihrer Aufgabenerfüllung zu unterstützen. Dies gilt sowohl für normale Zeiten als auch für Krisensituationen und eine eventuelle Sanierung oder Abwicklung einer Infrastruktur. Hinsichtlich der Form der Kooperation zeigen die Prinzipien eine gewisse Offenheit. Ist beispielsweise eine internationale Zusammenarbeit angezeigt, kann die Heimataufsicht der Finanzmarktinfrastruktur eine koordinierende Rolle übernehmen. Bei Infrastrukturen, die in mehreren Währungen abwickeln, sollen die Ansichten der jeweiligen Emissions-Zentralbank berücksichtigt werden. In den Prinzipien wird außerdem ausdrücklich darauf hingewiesen, dass die vorgesehene Kooperation in keiner Weise die einer Behörde gesetzlich zugewiesenen Aufgaben und Zuständigkeiten einschränkt.

Kooperation unter Behörden bei internationalen oder Mehrwährungs-Finanzmarktinfrastrukturen

■ Anwendung der Prinzipien

Die Prinzipien sollen durch die Zentralbanken und Aufsichtsbehörden bis Ende 2012 in ihr jeweiliges Aufsichtsregime aufgenommen werden. Von den Finanzmarktinfrastrukturen wird erwartet, dass diese die Prinzipien sobald wie möglich anwenden.

Um die konsistente Anwendung der Prinzipien bei der Beurteilung von Finanzmarktinfrastrukturen sicherzustellen, haben CPSS und IOSCO ergänzend eine Bewertungsmethodik erstellt. Sie umfasst sowohl die 24 Prinzipien, die sich an die Finanzmarktinfrastrukturen richten, als auch die fünf Verantwortlichkeiten von Zentral-

Bewertungsmethodik für eine konsistente Anwendung der Prinzipien

banken, Wertpapier- und sonstigen Aufsichtsbehörden. Diese Methodik ist als umfangreicher Fragebogen konzipiert und auf eine Bewertung einzelner Sachverhalte ausgerichtet. Sie kann sowohl für die Selbsteinschätzung einer Infrastruktur als auch für die Beurteilung von Finanzmarktinfrastrukturen durch nationale Aufsichtsbehörden genutzt werden. Den Aufsichtsbehörden bleibt es freigestellt, sie direkt anzuwenden oder eine eigene, vertiefte Methodik zu entwickeln.

Nutzung durch IWF und Weltbank

Die Methodik richtet sich ferner an internationale Organisationen wie die Weltbank und den Internationalen Währungsfonds (IWF) zur Anwendung der Prinzipien bei der Bewertung der Stabilität des Finanzsektors eines Landes (Financial Sector Assessment Program).

Offenlegung von Regeln und Verfahren von Finanzmarktinfrastrukturen

Ergänzend zu den Prinzipien soll ein von CPSS und IOSCO festgelegtes Rahmenwerk im Sinne des Transparenzprinzips die konsequente Offenlegung von Informationen durch die Finanzmarktinfrastrukturen selbst fördern. Infrastrukturen sollen mittels eines erläuternden, fortlaufenden Textes die in den Prinzipien behandelten Aspekte zusammenhängend und allgemeinverständlich darstellen. Das Rahmenwerk ermöglicht damit Teilnehmern, Zentralbanken, Aufsichtsbehörden sowie der Öffentlichkeit, ein vertieftes Verständnis der Organisation und Funktionsweise einer einzelnen Infrastruktur zu gewinnen, und lässt auch Vergleiche zwischen Infrastrukturen gleicher Art zu.

Überlegungen zu einem Sanierungs- und Abwicklungsregime für Finanzmarktinfrastrukturen

Obwohl die Prinzipien darauf ausgerichtet sind, die Stabilität der relevanten Finanzmarktinfrastrukturen zu gewährleisten, ist eine Schiefelage nicht mit Sicherheit auszuschließen. Deshalb wird ähnlich wie für Finanzinstitute daran gedacht, robuste Sanierungs- und Abwicklungsregime für Infrastrukturen vorzusehen, sodass ihre Hauptfunktionen auch im Krisenfall fortbestehen können. Um insbesondere diesem Punkt Rechnung zu tragen, werden CPSS und IOSCO in wenigen Wochen die Kernelemente von Sanierungs- und Abwicklungsregimen für Finanz-

marktinfrastrukturen zur öffentlichen Konsultation stellen.

Umsetzung in Europa und Rolle der Bundesbank

Im Rahmen ihrer gesetzlichen Aufgabe und als integraler Bestandteil des Eurosystems trägt die Bundesbank zur Stabilität der Zahlungs- und Verrechnungssysteme bei. Diesem Auftrag kommt sie unter anderem durch ihre Überwachungsaktivitäten (sog. Oversight) nach, die im Einklang mit den einschlägigen europäischen Regeln alle Finanzmarktinfrastrukturen umfassen und sich darüber hinaus auch auf Zahlungsinstrumente, das Korrespondenzbankgeschäft und relevante Nichtbank-Anbieter erstrecken.⁶⁾ Wesentliches Instrument im Rahmen der Überwachung ist die Bewertung der Finanzmarktinfrastrukturen nach den CPSS-IOSCO-Prinzipien.

Überwachungsfunktion der Notenbanken

Sowohl die Globalisierung und die Integration im Euro-Raum als auch der regulatorische Gesamtrahmen in Deutschland machen eine enge Kooperation mit anderen Behörden erforderlich. So ist die Bundesbank im Eurosystem an der kooperativen Überwachung der systemisch relevanten Zahlungsverkehrssysteme TARGET2 und EURO1 beteiligt. Dabei wird das vom Eurosystem selbst betriebene TARGET2-System nach demselben Überwachungsregime behandelt wie das von großen europäischen Banken getragene EURO1-System. Im internationalen Umfeld wirkt die Bundesbank aktiv an der gemeinsamen Überwachung des in den USA angesiedelten CLS (Continuous-Linked-Settlement)-Systems mit, über das der Großteil der Transaktionen im globalen Devisenhandel abgewickelt wird.

Darüber hinaus sind für Deutschland der Zentralverwahrer Clearstream Banking AG sowie der zentrale Kontrahent Eurex Clearing AG von

⁶ Vgl.: EZB, Eurosystem oversight policy framework, Juni 2011.

systemischer Relevanz. Da beide Infrastrukturen über eine Banklizenz verfügen, besteht eine enge Kooperation mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, um eine effektive Aufsicht und Überwachung deutscher Finanzmarktinfrastrukturen zu gewährleisten. Diese Kooperation erlaubt es der Bundesbank in ihrer Überwacherrolle, im Bedarfsfall gewünschte Verhaltensänderungen bei den überwachten Infrastrukturen einzufordern.

Während im Eurosystem auf Ebene der Notenbanken noch über die Umsetzung der Prinzipien bei systemisch relevanten Zahlungsverkehrssystemen diskutiert wird, sind gesetzliche Initiativen für ihre Anwendung bei zentralen Kontrahenten und Zentralverwahrern in Europa schon weiter fortgeschritten.

Umsetzung der Prinzipien in nationale und europäische Regelwerke

In der Europäischen Union wird die G20-Ver Vereinbarung über das zentrale OTC-Derivate-Clearing und die Erhöhung der Transparenz, wie in vielen anderen Ländern, durch einen Rechtsakt umgesetzt. Die „Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Kontrahenten und Transaktionsregister“ (European Market Infrastructure Regulation (EMIR), Verordnung über die europäische Marktinfrastruktur) wird vermutlich im August 2012 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht. In EMIR sind auch die Anforderungen der Prinzipien in Bezug auf zentrale Kontrahenten eingeflossen. Zudem ist die Beteiligung der Notenbanken in ihrer Funktion als Überwacher sowie als Emittent der Abwicklungswährung ausdrücklich vorgesehen. Mit dem Vorschlag der EU-Kommission für eine „Verordnung zur Verbesserung der Wertpapierabrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer“ soll ein vergleichbares Regelwerk in Bezug auf Sicherheit, Effizienz und Aufsicht für Zentralverwahrer entstehen. Die Bundesbank war beziehungsweise ist bei beiden Verordnungen in die Verhandlungen auf Kommissions- und Ratsbene eingebunden.

■ Ausblick

Die Implementierung der neuen Prinzipien stellt einen wichtigen Fortschritt dar, um die Widerstandsfähigkeit der finanziellen Infrastruktur weiter zu erhöhen. Diese liegt nicht zuletzt auch im Interesse der Marktteilnehmer. Derzeit untersuchen die zuständigen Regulierungsbehörden sowie die Infrastrukturen selbst die konkreten Auswirkungen und den möglicherweise erforderlichen Anpassungsbedarf. Für Infrastrukturen, die zugleich als Bank lizenziert und beaufsichtigt sind, gehen die Prinzipien teilweise über die bankaufsichtlichen Anforderungen an das Management von Kredit- und Liquiditätsrisiken hinaus. Aufgrund des zum Teil deutlich erhöhten Anforderungsniveaus sind Mehrkosten zu erwarten. Zusätzlich fallen bei den Marktteilnehmern höhere Kosten an, da sie mehr Sicherheiten stellen müssen, deren Knappheit und Preis zunehmen werden. Darüber hinaus erfordern künftige bankaufsichtliche Regelungen eine höhere Eigenkapitalunterlegung der Risikopositionen von Banken gegenüber zentralen Kontrahenten.

Wenngleich die neuen Prinzipien keine komplette Neuausrichtung der Überwachung von Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen erfordert, steigen aufgrund der komplexeren Regeln die Anforderungen an die Überwachung. Schon im vergangenen Jahrzehnt entwickelte sich die Überwachung von einem ursprünglich eher informellen, auf Freiwilligkeit setzenden Ansatz zu einer formalen und stärker regulatorisch geprägten Tätigkeit. Die Bundesbank wird sich noch viel stärker als bisher mit umfangreichen mikro- und makroprudenziellen Analysen der relevanten Überwachungsobjekte befassen. Zudem werden wegen der weiteren Integration in Europa und der ohnehin schon stark global geprägten Strukturen in vielen Segmenten des Finanzmarktes die Anforderungen aus internationalen Kooperationsvereinbarungen steigen, an denen die Bundesbank beteiligt ist. Dieses gilt sowohl für die Teilnahme an der Überwachung ausländischer Finanzmarktinfrastrukturen, an deren Sicherheit und Effizienz

die Bundesbank interessiert ist, als auch für die Beteiligung ausländischer Behörden an Überwachungstätigkeiten der Bundesbank, sofern

die jeweiligen Infrastrukturen in Deutschland systemische Relevanz auch im Ausland entfalten.