

Clearing, Settlement und Custody in der EU - Ein neuer Ansatz zur Effizienzsteigerung auf den europäischen Kapitalmärkten

Ausgangslage / Bestehende Strukturen

Das Clearing und Settlement von Wertpapiertransaktionen aller Art sowie Custody-Serviceleistungen (z.B. Corporate Actions) werden in der EU heute vorrangig durch 3 Gruppen von Instituten erbracht¹:

- CSDs (Central Security Depositories): Zentralverwahrer eines Landes für Wertpapiere, die nach den jeweils lokalen Vorschriften emittiert und zur Sammelverwahrung beim CSD zugelassen worden sind. Eigentumsübertragungen erfolgen durch Buchüberträge. CSDs unterstützen im Normalfall sowohl das Settlement von nationalen Börsentransaktionen als auch das OTC Geschäft zwischen beliebigen Teilnehmern
- ICSDs (International Central Security Depositories): Stark standardisiertes Serviceangebot zur Depotführung von internationalen Titeln. ICSDs haben ein Netz von nationalen Zentralverwahrern oder Finanz-Intermediären zur Sicherung der Eigentumsansprüche der Wertpapiere ihrer Kunden auf dem jeweiligen lokalen Markt. Starke Fokussierung auf das OTC Geschäft zwischen den Teilnehmern solcher Plattformen
- Local / Global Custodians: Gleiches Geschäftsmodell wie ein ICSD, je nach geographischer Ausrichtung werden Services spezifisch für einen lokalen Markt oder auch darüber hinaus angeboten. Im Gegensatz zu ICSDs erhalten Kunden aber ein mehr individualisiertes Angebot von Dienstleistungen (z.B. SLAs im Bereich Reporting)

Im Auftrag der EU Kommission untersuchte die Giovannini-Gruppe in den Jahren 2001 – 2003 Möglichkeiten das Cross-Border Settlement in Europa effizienter und vor allem kostengünstiger zu machen². Ergebnis der ersten Untersuchung war, dass unter der Annahme, ein ICSD würde die Kosten der Cross-Border Vernetzung in die nationale Märkte korrekt wiedergeben, Transaktionen dort bis zu 11 mal teurer sind als Transaktionen auf dem Heimatmarkt mit Settlement über den CSD [siehe 1. Giovannini Report, November 2001].

Die folgenden zwei grundlegenden Empfehlungen wurden von der der Giovannini-Gruppe zur Senkung der Cross-Border-Kosten abgegeben:

- Eine Harmonisierung der IT-Plattformen ist anzustreben (Geschäftsmodelle, Rechtliche Rahmenbedingungen, Teilnehmer-Zulassung, einheitliche Kommunikationsstandards)
- Die Inter-Operabilität der unterschiedlichen IT-Plattformen muss hergestellt werden

Die Giovannini-Lösung – zu komplex und zu teuer

Obwohl die Empfehlungen der Giovannini-Gruppe zur Harmonisierung des Clearing, Settlement und Custody Geschäfts im Kern richtig sind, beruht die generelle Empfehlung auf

¹ Zusätzliche Intermediäre wie z.B. CCP (Central Counterparty) Clearing Entitäten seien an dieser Stelle der Einfachheit halber ausgeklammert

² Giovannini hatte aufgezeigt, dass von der Auftragserteilung des Investors bis zum Settlement eines Cross-Border Equity Geschäfts im ungünstigsten Fall 11 verschiedene Finanzintermediäre die Prozesskette begleiten

der Annahme, dass Handelsteilnehmer künftig die kostengünstigste Abwicklungsplattform für das Clearing und Settlement ihrer Transaktionen frei auswählen können (Beispiel: Für einen OTC-Trade in einer Britischen Aktie welcher auf einer Handelsplattform in London zustande kam, erfolgt gemäß Vereinbarung der Kontrahenten das Clearing und Settlement durch Clearstream Banking Frankfurt). Alle Institute die Clearing, Settlement und Custody anbieten, würden im Wettbewerb um solche Geschäfte stehen. Durch den einsetzenden Preiskampf würden die Marktteilnehmer letztendlich eine Kostenreduktion für ihre Wertpapiertransaktionen³ erreichen.

Die Idee wäre es also oligopolistische oder monopolistische nationale Anbieterstrukturen durch Harmonisierungs- und IT-Aufwand miteinander zu verbinden, so dass sich über den einsetzenden Preiskampf der Markt von selbst reguliert und Kostensenkungen an die Marktteilnehmer weitergegeben werden können. Von den Teilnehmern der Giovannini-Gruppe (hauptsächlich CSDs, Custodians, ICSDs) wurde dieser Ansatz mitgetragen.

Da seit 2003 nicht viel passierte, wurde auf Druck der Brüsseler Behörden zwischen allen zentralen Finanzdienstleistern, die der Federation of European Securities Exchanges (FESE), der European Association of Central Counterparty Clearing Houses (EACH) oder der European Central Securities Depositories Association (ECSDA) angehören, am 31. Oktober 2006 ein Code of Conduct für Clearing und Settlement aufgesetzt und unterzeichnet. Neben einer erhöhten Transparenz bei Preisen und Serviceleistungen im grenzüberschreitenden Wertpapiergeschäft soll damit auch die Interoperabilität der verschiedenen Plattformen forciert werden.

Die Idee der Interoperabilität der Plattformen besteht nicht erst seit 2001. Bereits seit Jahrzehnten existieren zwischen den wichtigsten CSDs so genannte CSD-Links, die es z.B. ermöglicht österreichische Papiere in Deutschland zu handeln. Die Problematik des kostenintensiven Multi-Plattform Betriebs für Europa wird durch den Code of Conduct aber nur weiter fest zementiert, anstatt über eine Plattformkonsolidierung an sich nachzudenken.

Die Euroclear-Gruppe geht inzwischen konsequent diesen richtigen Weg. Statt die Interoperabilität der CSD-Systeme von Belgien, Frankreich und den Niederlanden sicherzustellen, wird das ESES-Release (Euroclear Settlement for Euronext Zone Securities) auf einer gemeinsamen Plattform (basierend auf den französischen Systemen) „live“ gehen. Die Harmonisierung des Geschäftsmodells über diese 3 Länder hinweg erweist sich allerdings als schwierig, und es steht zu befürchten, dass die erhofften Synergien für die Marktteilnehmer nur zu einem Teil erzielt werden können. Die intensiv betriebenen Marktkonsultationen führen hierbei zu vielen verschiedenartigen individuellen Anforderungen, die Harmonisierungserfolge bleiben gering. Die Idee CRESTCo als CSD für das Vereinigte Königreich und Irland (Equities) in einem zweiten Schritt auf die gemeinsame Plattform zu nehmen wird Differenzen bei den nationalen Abwicklungs-Usancen noch offensichtlicher machen (die CRESTCo Verwahrung erfolgt heute - im Gegensatz zu den kontinentaleuropäischen CSDs - zum größten Teil über so genannte „Registrars“, und viele Abwicklungs- und Verwaltungsprozesse laufen am CSD praktisch komplett vorbei).

TARGET2-Securities – Ein richtiger aber unvollständiger Ansatz

Am 7. Juli 2006 hatte die EZB einen durchaus überraschenden Vorstoß zur Konsolidierung des fragmentierten Clearing und Settlement Geschäfts in der EU gestartet.

³ Die Idee basiert auf der so genannten Hub-and-Spoke Architektur, bei denen die Handelsteilnehmer ihren Trade an einen zentralen Hub geben, welcher die gewünschte Verbindung zur Abwicklung herstellt

Bis zum Frühjahr 2007 soll untersucht werden, ob nicht über die Erweiterung von TARGET2 zu einer Settlement-Plattform mit Clearing in Zentralbank-Geld mehr Effizienz beim Cross-Border Geschäft realisiert werden könnte. Dabei wäre es den Teilnehmern möglich, sämtliche Transaktionen zwischen Ländern des Euro-Währungsbereichs geld- und stückeseitig über ein einheitliches System abzuwickeln.

Wie die nachfolgende Grafik verdeutlicht, könnten bis Mitte 2008 bis zu 19 CSDs an das Eurosystem angebunden werden. Damit könnte das Settlement zwischen diesen Ländern über Finanzintermediäre jeglicher Art eliminieren werden.

Mögliche Target2-Securities Teilnehmer (CSDs/NCBs⁴)

EU-Land	Zentralverwahrer (Nationaler CSD)	NCBs	Euro-Area 2006?	NCB ist Target2 Teilnehmer ab:
Belgien	Euroclear Belgium	Banque Nationale Belgique	Ja	18.02.2008
Dänemark	Vaerdipapircentralen A/S-VP Securities Services	Danmarks Nationalbank	Nein	19.05.2008
Deutschland	Clearstream Banking Frankfurt	Deutsche Bundesbank	Ja	19.11.2007
Estland	Estonian Central Register of Securities	Eesti Pank	Nein	19.05.2008
Finnland	Finnish Central Securities Depository Ltd (APK)	Suomen Pankki - Finnlands Bank	Ja	18.02.2008
Frankreich	Euroclear France S.A.	Banque de France	Ja	18.02.2008
Griechenland	Central Securities Depository S.A.	Bank of Greece	Ja	19.05.2008
Großbritannien / Nordirland	CRESTCo Ltd.	Bank of England	Nein	offen
Irland	CRESTCo Ltd. (Equity)	Central Bank and FSA of Ireland	Ja	18.02.2008
Italien	Monte Titoli	Banca d'Italia	Ja	19.05.2008
Lettland	Latvian Central Depository (LCD)	Latvijas Banka	Nein	19.11.2007
Litauen	Central Securities Depository of Lithuania (CSDL)	Lietuvos bankas	Nein	19.11.2007
Luxemburg	---	Banque Centrale du Luxembourg	Ja	19.11.2007
Malta	CSD of Borza Malta (Malta Stock Exchange)	Central Bank of Malta	Nein	19.11.2007
Niederlande	Euroclear Nederland	De Nederlandsche Bank	Ja	18.02.2008
Österreich	Österreichische Kontrollbank AG (OeKB)	Österreichische Nationalbank	Ja	19.11.2007
Polen	National Depository for Securities Poland (KDPW)	Narodowy Bank Polski	Nein	19.05.2008
Portugal	Interbolsa	Banco de Portugal	Ja	18.02.2008
Schweden	VPC AB	Sveriges Riksbank	Nein	offen
Slowakei	Central Securities Depositories of the Slovak Republic	Národná banka Slovenska	Nein	offen
Slowenien	Central Securities Clearing Corporation (Slovenia)	Banka Slovenije	Nein	19.11.2007
Spanien	Iberclear	Banco de España	Ja	18.02.2008
Tschechische Republik	Prague Securities Centre - Stredisko Cennych Papiru	Česká národní banka	Nein	offen
Ungarn	Central Clearing House and Depository Rt. (KELER)	Magyar Nemzeti Bank	Nein	offen
Zypern	CSD of Cyprus Stock Exchange	Central Bank of Cyprus	Nein	19.11.2007

Quelle: Consileon Research - 2006

Der initiale Vorschlag seitens der EZB limitierte das Geschäftsmodell des TARGET2-Securities Systems (T2S Systems) aber wie folgt:

- Kein „Full Service“. T2S stellt die Finalität des Settlement sicher, bietet aber keine Custody Services (z.B. Corporate Actions)
- Anbindung der Marktteilnehmer (Transaktionserfassung, Reporting, ...) erfolgt weiterhin über die nationalen CSDs
- Eingeschränkte Produkte (In Euro denominated Renten und Aktien)

Die Konsultationen der EZB mit den wichtigsten Marktteilnehmern sind inzwischen abgeschlossen, und erste Reaktionen auf das von der EZB vorgeschlagene Geschäftsmodell liegen vor. Aus Sicht der Deutschen Banken hat der Zentrale Kreditausschuss die folgenden wichtigen Anforderungen zu T2S vorgebracht:

- Direkte Anbindung der Marktteilnehmer an T2S
- Vermeidung redundanter Informationsbereitstellung im Reporting (T2S-System, Systeme der nationalen CSDs, ...)
- Settlement aller Gattungen die in Euro abgewickelt werden können, inklusive Fondsanteile und Optionsscheine
- Keine Limitierung bei der Anbindung von Handelsplattformen

⁴ National Central Bank (Zentralbank)

Bis Februar 2007 will die EZB auf Basis der Markt-Reaktionen entscheiden, ob die Initiative weitergeführt werden soll oder nicht. Die bisherigen Rückläufe zeigen der EZB allerdings bereits auf, dass der Ansatz zu unvollständig ist und das Kernproblem der Ineffizienz, nämlich das Vorhandensein multipler nationaler IT-Plattformen bei der Abwicklung und Verwahrung durch T2S nicht behoben wird. Die Marktteilnehmer werden deshalb schwer zu überzeugen sein, einen weiteren Intermediär in der Prozesskette zu akzeptieren, ohne dass ihnen dadurch signifikante Kostenvorteile entstehen.

Handel oder Clearing, Settlement und Custody – „Wo muss die Harmonisierung und Konsolidierung der Europäischen Kapitalmärkte zuerst ansetzen?“

Am 15.11.2006 haben sieben Großbanken (Citigroup, Credit Suisse, die Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley und die UBS) angekündigt ein Unternehmen zur Schaffung einer europaweiten Aktienhandelsplattform zu gründen. Damit soll die Infrastruktur des Börsenhandels in Europa deutlich verbessert werden. Die Initiative wirft unter dem Licht dieses Beitrags natürlich sofort die Frage auf, wie diese Europäischen Aktien denn abgewickelt und verwahrt werden sollen. Preisvorteile aufgrund der einheitlichen Handelsplattform könnten nämlich über komplexe Anbindungen von CSDs, Custodians oder ICSDs wieder relativiert werden, denn dort entstehen die eigentlichen Kosten für den zukünftigen Plattformbetreiber. Selbst wenn das Clearing, das Settlement und das Custody-Geschäft über einen der Global Custodians (z.B. Deutsche Bank) erfolgen würde und hier die Vernetzung in die lokalen Märkte schon bestünde, ist es teuer Services über solch eine komplexe Infrastruktur zu erhalten (siehe auch Ergebnis der Giovannini Untersuchung). Die Kosten würden an die Marktteilnehmer der Aktienhandelsplattform in irgendeiner Form weitergeben werden.

Gleiche Probleme entstünden auch bei anderen Konsolidierungsbestrebungen der Europäischen Börsenlandschaften⁵ und Handelsplattformen, und es stellt sich die Frage, ob ein einheitlicher Europäischer Kapitalmarkt bei der Konsolidierung der Handelsplattformen, bei der Konsolidierung von Clearing, Settlement und Custody oder bei beidem gleichzeitig ansetzen sollte.

Geht man aufgrund der Komplexität des Vorhabens von einem „Stufenweisen Ansatz“ aus (Handel versus Clearing / Settlement / Custody), dann sollte man weiter fragen was denn eigentlich für den Marktteilnehmer teurer ist, das Verpflichtungsgeschäft oder das Erfüllungsgeschäft und die Verwahrung?

Ohne den genauen empirischen Beweis antreten zu wollen, gibt es eine starke Indikation für letzteres. So hat z.B. im Jahr 2005 die Gruppe Deutsche Börse im Segment „Clearing, Settlement und Verwahrung“ den 2,5-fachen Umsatz erzielt als im Segment „Börsengeschäft -Kassamarkt“. Die Euroclear Gruppe steht dem in nichts nach, und verbuchte im Vergleich zum Kassamarkt Segment bei Euronext für dasselbe Jahr sogar den 3-fachen Umsatz⁶.

⁵ Randbemerkung: Der Nutzen aus einer Fusion von NASDAQ und LSE oder Euronext und NYSE erscheint im Zusammenhang mit diesem Artikel doch sehr fragwürdig, da es bisher noch nicht einmal gelungen ist die Europäischen Kapitalmärkte unter denselben Rahmenbedingungen zu harmonisieren, und hier besteht zumindest die Chance in absehbarer Zukunft einen einheitlichen rechtlichen und prozessualen Rahmen für das Wertpapiergeschäft zu schaffen

⁶ Ohne CRESTCo und Euroclear Belgium (CIK)

Falls es nach allgemein gültigen Finanzierungsregeln und unter reinen Kostenaspekten gilt den größeren Nutzen für die Finanzdienstleistungsinstitute früher zu realisieren, läge es auf der Hand sich vor einer Konsolidierung der Handels- und Börsenplattformen um die Konsolidierung von Clearing, Settlement und Custody in Europa zu kümmern.

Fazit

Die Giovannini-Idee, die oligopolistischen Strukturen beim Clearing, Settlement und Custody über harmonisierte und verlinkte Plattformen in einen verstärkten Wettbewerb treiben zu wollen erweist sich als zu komplex, zu teuer, zu langwierig und mit ungewissem Ausgang.

Vom Markt getriebene Plattformkonsolidierungen (Euroclear Gruppe) erweisen sich als kostenintensive Langläufer und die eigentliche Harmonisierung des Geschäfts wird hinter den ursprünglichen Erwartungen zurückbleiben. Der Ansatz „es jedem im Markt recht machen zu wollen“ führt dazu, dass die konsolidierte IT-Plattform letztendlich wieder viele landesspezifische Anforderungen abdecken muss und damit teuer wird.

Unabhängig davon wie die Konsolidierung der Europäischen Kapitalmärkte weiter voranschreiten mag, sie sollte bei reiner Kostenbetrachtung im Vergleich zum Handel und aus Sicht der Finanzdienstleistungsinstitute und deren Kunden bei Clearing, Settlement und Custody beginnen.

Ein neuer Ansatz

Noch im Jahr 2001 sah die IOSCO⁷ eine Monopolstruktur als Effizienz-Optimum für das Settlement von Wertpapiertransaktionen in Europa an. Jedoch bestanden Bedenken, dass eine monopolistische Struktur zur Ausübung von Marktmacht und so zum Marktversagen führen. Der Ersatz nationaler Monopole durch ein Europäisches Monopol (Arbeitsname ECSD⁸) sollte aber nicht tabu sein. Die Frage nach der Governance-Struktur für solch ein Unternehmen sollte dabei nicht mit erster Priorität diskutiert werden, sondern zuerst die Fragestellung der Vorteilhaftigkeit solch einer Lösung für die Europäischen Kapitalmärkte an sich. Der Weg dorthin müsste auch nicht zwingend durch eine gesetzgeberische Institutionalisierung erfolgen, sondern der ECSD könnte durch freien Wettbewerb entstehen. Wirklich unterschiedlich – im Vergleich z.B. zur Euroclear Initiative - wäre solch ein Projekt aber nur unter 3 Voraussetzungen:

- Ein ECSD müsste kosteneffiziente eigene Standard setzen, und würde somit die Clearing, Settlement und Custody Prozesse in Europa gemäß den eigenen Vorgaben harmonisieren. Ziel sollte es dabei sein große Volumen mit einheitlichen und schlanken Standards kostengünstig abzuwickeln. Wertpapiere die diesen Standards folgen könnten eine Art „Zertifikat“ erhalten (z.B. ISO)
- Man offeriert eine eigene, standardisierte, moderne und kostengünstige Teilnehmer-Anbindung (wenn möglich in einem Standard Format wie SWIFT, aber nicht notwendigerweise als kostenintensive einzelne Nachrichten über das SWIFT-Netz), welche die Handels- und Back-Office Prozesse im Sinne von STP (Straight Through Processing) insbesondere für das Massengeschäft unterstützen
- Der ECSD entwickelt eine Lösung für das Massengeschäft in allen EU Ländern (nicht nur für die Euronext Märkte und Großbritannien/Irland). Papiere die dem schlanken

⁷ The International Organization of Securities Commissions

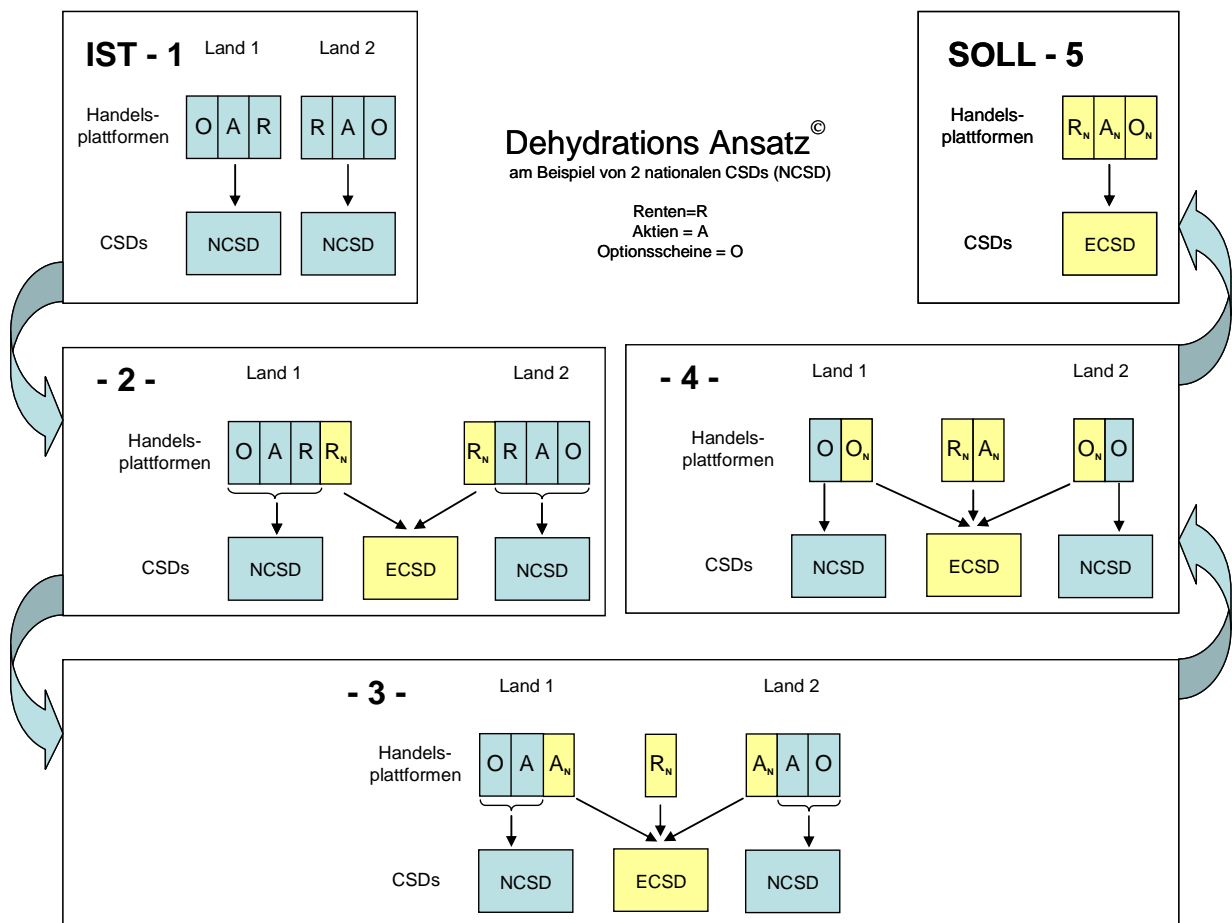
⁸ „European Central Securities Depository“

Standard nicht folgen müssen weiter über teure Verfahren außerhalb des ECSD abgewickelt werden. Die Emittenten komplex ausgestatteter Papiere müssten dies künftig berücksichtigen

Gewinner einer solchen Lösung könnten alle sein, solange den nationalen CSDs die Möglichkeit gegeben würde, sich an einer ECSD-Lösung zu beteiligen. Dies wäre für eine reibungslose Projektdurchführung auch empfehlenswert, da die CSDs als Know-How Träger über die nationalen Markt-Usancen bei der Harmonisierung des Geschäfts wichtigen Input liefern könnten. Die EZB könnte dann auf einer integrierten IT-Plattform ihr Target2 System anbinden, und so vor allem beim Cash Clearing für mehr Effizienz sorgen.

Der ECSD könnte die Produkt- und Prozess-Standards „auf der grünen Wiese“ etablieren, und Wertpapier-Liquidität könnte stufenweise (z.B. produktspezifisch) auf die neue Plattform migriert werden, um das Risiko eines Big Bang zu vermeiden. Mit der Schaffung eines ECSD könnte auch die Börsenkonsolidierung in Europa nachziehen, denn temporär könnten sich dort bereits sehr früh eigene Handelssegmente für „ECSD fähige Papiere“ etablieren⁹. Dieser Ansatz soll durch die nachfolgende Grafik noch einmal verdeutlicht werden:

Produktspezifischer Migrationsansatz zur Harmonisierung der Europäischen Kapitalmärkte (Dehydration):



Quelle: Consileon 2006[©]

⁹ Vielleicht gelänge es sogar die geplante Aktienhandelsplattform für Europa sofort an einen ECSD anzubinden, idealerweise mit T+0 Settlement für dort verwahrte Papiere

Mit einem ECSD könnte es gelingen, einen minimalen aber kostengünstigen Standard für das Clearing, Settlement und das Custody Geschäft in Europa zu etablieren.

ICSDs, Local oder Global Custodians müssten sich in Konsequenz verstärkt um Mehrwertdienste kümmern, um ihre vorrangig in den EU-Ländern tätige Kundenbasis zu halten. Doch auch für das höherwertige Service-Segment wäre durchaus weiter ein Markt gegeben, denn nicht jedes Finanzdienstleistungsinstitut wäre gewillt sich direkt an den ECSD mit seiner „schlanken Lösung“ anzubinden.

Der Gesetzgeber müsste lediglich die Voraussetzung für den Betrieb eines ECSD (Wertpapiersammelbank nach Europäischem Recht) schaffen, und bestehende Beschränkungen wie im Deutschen Depotgesetz zur Girosammelverwahrung ausländischer Gattungen aufheben. Es gäbe sicherlich genügend Investoren die sich mit der Idee eines ECSD anfreunden könnten. Im Wettbewerb würde sich sehr früh ein ECSD Monopol herausbilden, nämlich bei dem Institut, dem es als erstes gelänge hinreichend viel Europäische Wertpapier-Liquidität bei gleichzeitig kostengünstigem Betrieb anzuziehen. Der DKV¹⁰ in Deutschland hatte die gleichen rechtlichen Voraussetzungen auf nationaler Ebene, und obwohl zulässig, gab es nie einen Konkurrenten am Markt.



Micha Sigloch – Capital Markets Lead der Consileon Business Consultancy Karlsruhe

¹⁰ Deutscher Kassenverein, inzwischen Clearstream Banking Frankfurt