

Claudia Schindler
Martin Hindelang

Praxishandbuch Repos und Wertpapierdarlehen

 Springer Gabler

Praxishandbuch Repos und Wertpapierdarlehen

Claudia Schindler · Martin Hindelang

Praxishandbuch Repos und Wertpapierdarlehen

 Springer Gabler

Claudia Schindler
Feldkirchen, Deutschland

Martin Hindelang
München, Deutschland

ISBN 978-3-8349-4022-3
DOI 10.1007/978-3-8349-4023-0

ISBN 978-3-8349-4023-0 (eBook)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2016

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier.

Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media (www.springer.com)

Geleitwort

Nicht ganz überraschend ist die Literatur über die Geschichte, Rolle und Funktionsweise von Repomärkten derzeit dominiert von englischen Werken. Umso erfreulicher ist, dass die Autoren mit dem vorliegenden Buch endlich eine offensichtliche Lücke schließen konnten. Für mich ist es ein Grundlagenwerk, das Marktteilnehmern, Aufsichtsbehörden, Studierenden und an der Thematik Interessierten im deutschsprachigen Raum erstmals einen umfassenden Einblick in dieses essenzielle Marktsegment gewährt.

Die Autoren gehen dabei sogar weiter als viele vergleichbare Werke, da sie auch sehr ausführlich auf das Risikomanagement dieser Produkte eingehen und aufzeigen, welche Relevanz dieses Thema mittlerweile hat.

Besonders hervorzuheben ist die Tatsache, dass neben theoretischem Wissen auch immer wieder die Brücke zur Praxis geschlagen wird – was das Buch daher sowohl für Einsteiger als auch Branchen-Spezialisten interessant macht. Kurzum, auf meinem Schreibtisch wird dieses Buch einen festen Platz haben.

Marcel Naas
Geschäftsführer
Eurex Repo GmbH

Vorwort

Die Idee zu diesem Buch entstand ursprünglich aus den Anregungen der Teilnehmer unserer Seminare zum Thema Wertpapierdarlehen und Repogeschäfte, die wir über viele Jahre hinweg für einen vorwiegend deutschsprachigen Teilnehmerkreis gehalten haben.

Repos und Wertpapierdarlehen gewinnen seit vielen Jahren am Geld- und Kapitalmarkt zunehmend an Bedeutung, unterliegen jedoch wie viele andere Bereiche auch den Auswirkungen der globalen Finanzmarktkrise, der Wirtschafts- und Finanzkrise in den europäischen Staaten und den anhaltenden Diskussionen über Regulierungen im Finanzbereich.

In all den Jahren änderten und entwickelten sich die Bedingungen für den Einsatz und Handel im Bereich Wertpapierdarlehen und Repo immer wieder und passten sich insbesondere den europäischen Marktgegebenheiten an. Dabei hat sich gezeigt, dass schriftliches Material meist nur zu einzelnen Themen bzw. zu Wertpapierdarlehen oder zu Repo vorhanden ist und eher selten beide Produkte in einer Publikation vertieft dargestellt werden. Zudem existiert ein Großteil der Veröffentlichungen nur in englischer Sprache. Bücher, Zeitschriften und andere Publikationen in deutscher Sprache, die diese Thematik ausführlich behandeln, sind kaum oder nur eingeschränkt vorhanden.

Ziel des Buchs

Dieses Buch gibt einen umfassenden praxisorientierten Überblick über den komplexen Themenbereich der Geldmarktinstrumente Wertpapierdarlehen und Wertpapierpensionsgeschäfte, den sogenannten Repos. In seiner Kombination aus der Vermittlung von theoretischen Grundlagen bei gleichzeitiger Praxisbezogenheit und der Berücksichtigung des unterschiedlichen Informationsbedarfs der verschiedenen Interessenten ist dieses Werk in seiner Form neuartig.

Uns ist besonders wichtig, eine breite Leserschaft unter Beachtung ihrer unterschiedlichen Intentionen und ihres unterschiedlichen Nachfragebedarfs zu erreichen. So beantwortet diese Publikation nicht nur Fragen aus dem Bereich des Banken- und Finanzsektors, sondern ist auch für all diejenigen gedacht, die ein umfangreiches, übersichtliches und praxisorientiertes Nachschlagewerk über Repos und Wertpapierdarlehen benötigen und ihr Wissen vertiefen wollen.

Es bietet eine breite Informationsgrundlage für Bond-, Derivate-, Futures-, Geldmarkt- und natürlich auch Repohändler, ebenso wie für Fondsmanager, Investoren und Treasurer, die diese Produkte im täglichen Geschäft einsetzen. Somit vermittelt es nicht nur Inhalte für die Handels- bzw. Frontoffice-Seite. Es enthält ebenso nützliche Informationen für den Bereich des Backoffices, der Handelsabwicklung, des Collateral Managements, der Handelskontrolle, des Risikomanagements, der Rechtsabteilung, des Rechnungswesens oder der Revision, sowohl auf der System- als auch auf der Prüfungsseite für beispielsweise Wirtschaftsprüfer, die mit dieser Thematik konfrontiert sind und einen fundierten Überblick benötigen.

Struktur des Buches

Im Wesentlichen ist das Buch in einen Grundlagenteil und einen eher praxisorientierten Abschnitt eingeteilt. Werden in den ersten Kapiteln verstärkt die theoretischen Grundlagen mit praktischen Beispielen dargestellt, so fokussieren sich die nachfolgenden Kapitel auf die Bereiche, die den Handel der Produkte, das Risiko- und das Sicherheitsmanagement betreffen, ebenso wie die Einbindung und Handhabung der Produkte im Gesamtkontext einer Bank und die Liquiditätsanforderungen nach Basel III. Die einzelnen Kapitel enthalten jeweils zu Beginn eine kurze Inhaltsübersicht und am Ende eine kurze Zusammenfassung der Inhalte.

Da der Repomarkt seine eigene Terminologie besitzt, werden Fachbegriffe im Text erläutert und gesammelt in einem Glossar aufgelistet. Englische Begriffe werden in der Regel unverändert im Deutschen übernommen, weil zum einen meist keine adäquate Übersetzung existiert und es zudem in der täglichen Praxis üblich ist, diese Termini in ihrem englischen Original zu verwenden.

Im Fokus des Buchs stehen die Renten, also festverzinsliche Wertpapiere, auch Fixed Income genannt. Die Grundlagen und der Ablauf der Geschäfte treffen gleichfalls auf den Bereich der Aktien zu und werden ebenso erläutert. Im praxisorientierten Part bilden Renten den Schwerpunkt, weil der Handel und die Handelsstrategien im Aktiensegment sehr komplex sind und häufig steuerliche Gesichtspunkte mit einbinden, die nicht Gegenstand dieser Publikation sind bzw. sein sollen.

Der Grundlagenteil geht zunächst auf die historische Entwicklung von Wertpapierdarlehen und Repos ein und beschreibt die verschiedenen Marktteilnehmer. Im Anschluss folgt das Wertpapierdarlehen mit einer Produktbeschreibung und ausführlichen Beispielen, dem Prozess des Wertausgleichs (Margining), der Handhabung von Zins- und Dividendenterminen und der bilanziellen Darstellung sowohl nach deutschen als auch internationalen Vorgaben. Neben der Beschreibung verschiedener Wertpapierdarlehenssysteme werden auch die Besonderheiten in der Anwendung bei ausgesuchten Investorengruppen und die unterschiedlichen Einsatz- und Anwendungsmöglichkeiten auf Seiten des Darlehensgebers bzw. Verleihers und des Darlehensnehmers bzw. Entleihers erläutert.

Analog zu dieser Vorgehensweise werden im Anschluss die echten Pensionsgeschäfte, nach der englischen Bezeichnung auch kurz Repos genannt, aufgezeigt. Unterschieden wird dabei in das Classic Style Repo, die mittlerweile im Repomarkt gebräuchlichere

Form, und in die Buy/Sell-Back-Transaktion. Verschiedene Varianten von Repogeschäften und ein Vergleich von Wertpapierdarlehen, Classic Style Repo und Buy/Sell-Back runden die Beschreibung ab.

Voraussetzung für den Handel sind nationale und internationale Verträge zwischen den Kontrahenten, deren wichtigste Inhalte, Unterschiede und Anwendungsbereiche erläutert werden. Neben dem reinen Handel sind auch stets die Risiken der Produkte in Verbindung mit ihrem Risikomanagement zu beachten. Hierzu zählen neben Kontrahenten-, Liquiditäts- und Marktrisiken auch rechtliche und operationelle Risiken. Aufsichtsrechtliche Anforderungen, insbesondere Basel III und seine Neuerungen mit den Auswirkungen auf Repos und Wertpapierdarlehen, und die Darstellung des notwendigen Netting-Prozesses bilden den Abschluss des ersten Themenblocks.

Im zweiten, dem eher praxisorientierten Teil des Buches stehen die mögliche organisatorische Zuordnung und Einbindung, wie auch der Handel der Produkte mit verschiedenen Handelsstrategien im kurz- und langfristigen Bereich im Vordergrund, die je nach Zins- und Marktphase sehr unterschiedlich sein können. Dieser Part beginnt mit dem Aufbau sowie der Erläuterung des bilateralen und elektronischen Repohandels in Verbindung mit dem Clearing und Settlement der Geschäfte. Gerade der elektronische Handel in Verbindung mit dem Clearing und Settlement über Zentrale Kontrahenten hat in den letzten Jahren stark zugenommen und baut seinen Marktanteil weiter aus. Dem Überblick über Zentrale Kontrahenten folgt eine Abhandlung von Trading Systemen und Handelsplattformen.

Die Frage der unterschiedlichen Sichtweisen und Alternativen über die Ansiedelung und den Organisationsaufbau von Wertpapierdarlehens- und Repoeinheiten in einer Bank wird im nachfolgenden Kapitel aus verschiedenen Blickwinkeln beleuchtet und beantwortet. Aber auch das bedeutende Thema Sicherheiten (Collateral) wird ausführlich behandelt. Neben der Beschreibung der Inhalte und Segmente (Special und General Collateral) wird zudem eine mögliche methodische Herangehensweise an das Thema Collateralprozess beschrieben.

Der Einsatz der häufigsten und wichtigsten Grundstrategien im Handel von Wertpapier-sachdarlehen und Repos findet sich im Anschluss. Hierbei werden häufig verschiedenste Strategien in Kombination mit Bonds, Futures oder anderen derivativen Instrumenten eingesetzt. Als Schlagworte seien hier (Reverse) Cash & Carry Arbitrage oder der Handel von Repos in Verbindung mit Eonia Swaps genannt.

In den letzten beiden Kapiteln werden die wichtigsten Märkte und deren Entwicklung dargestellt. Neben dem Securities Lending- und Repomarkt in den USA, als dem größten und ältesten, werden auch verschiedene bedeutende europäische Repomärkte beschrieben. Die Einführung des Euros hat zum Wachstum des Repomarktes in Europa beigetragen. Doch ebenso wie in anderen Märkten haben die globale Finanzkrise und die Euro-Staatenkrise bereits zu fundamentalen Änderungen geführt und werden auch zukünftig den Repo- und Wertpapierdarlehensmarkt in seiner Entwicklung stark beeinflussen. Ein abschließender Ausblick mit möglichen Entwicklungstendenzen für die Zukunft bildet den Abschluss dieser Publikation.

Anmerkung der Autoren

Wir haben ein möglichst umfassendes Nachschlagewerk geschrieben, das die Thematik anhand von praxisbezogenen Beispielen anschaulich darstellt. Außerdem wurden, so weit möglich, aktuelle Gegebenheiten und Entwicklungen auf den Finanzmärkten berücksichtigt und darauf entsprechend eingegangen. Bei einigen Beispielen und Beispielrechnungen haben wir bewusst Zins- und Marktdaten aus dem Jahr 2014 und früher aufgrund der positiven Zinsen bzw. Zinskurve genutzt. Denn im langfristigen Vergleich sind negative Zinsen, wie sie seit Herbst 2014 im Euroraum der Fall sind, eine Ausnahmesituation und stellen nicht die Situation in einer positiven, normalen Zins- und Marktumgebung dar.

Gerade die Ereignisse der letzten Jahre mit der globalen Finanzmarktkrise und der Euro-Staatenkrise haben für den Repo- und Wertpapierdarlehensmarkt gezeigt, dass die Marktentwicklung ein dynamischer Prozess mit vielen und ständigen Veränderungen ist. Nicht nur die Bankenlandschaft wandelt und organisiert sich um, sondern auch die Produkte sowie deren Handhabung und Einsatz verändern und entwickeln sich neu. Von erheblicher Bedeutung ist ebenso der Eingriff der nationalen und internationalen Aufsichtsbehörden und Gremien, die den Markt stark beeinflussen und Reformen herbeiführen, deren Entwicklung und Ausgang zum jetzigen Zeitpunkt in keinsten Weise abzuschätzen sind.

Da Marktpraxis und -konventionen ein sich ständig wandelnder Prozess sind, sind uns Anregungen und Kommentare unserer Leser sehr willkommen. Ausdrücklich möchten wir uns bei den vielen Personen, sei es bei Kollegen, Geschäftspartnern oder Freunden bedanken, die uns mit wertvollen Ratschlägen, Informationen und Tipps für dieses Buch unterstützt haben. Weiterhin gilt unser Dank der ICMA respektive dem European Repo Committee sowie Bloomberg und Eurex, dass wir deren allgemein zugängliche Auskünfte und Publikationen zitieren und darauf Bezug nehmen durften.

Die Inhalte dieses Buches wurden mit größtmöglicher Sorgfalt zusammengestellt. Bitte haben Sie Verständnis dafür, dass die Autoren keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der bereitgestellten Inhalte übernehmen können. Sollten Sie Fehler entdecken oder sonstige Verbesserungsvorschläge haben, schreiben Sie uns gerne an: feedback.repobook@gmail.com.

Inhaltsverzeichnis

1	Historische Entwicklung von Wertpapierdarlehen und Pensionsgeschäften (Repos)	1
1.1	Entstehung und Wachstum der Wertpapierdarlehen – ein Überblick	1
1.1.1	Entwicklung in den Siebziger- bis zu den Neunzigerjahren	2
1.1.2	Geschehen Ende der Neunzigerjahre bis zum Beginn der Finanzkrise 2007	7
1.2	Entwicklung der Repogeschäfte – ein Überblick	8
1.2.1	Anfänge in den USA bis Ende der Achtzigerjahre	8
1.2.2	Neunzigerjahre und europäischer Markt	10
1.2.3	Einführung des Euros und Geschehen bis zum Beginn der Finanzkrise	12
1.3	Historie der Wertpapierdarlehen und Repos in Deutschland	13
	Literatur	17
2	Marktteilnehmer	19
2.1	Marktteilnehmer bei Wertpapierdarlehen	19
2.1.1	Darlehensgeber bzw. Verleiher	20
2.1.2	Darlehensnehmer bzw. Entleiher	22
2.1.3	Intermediäre	23
2.2	Marktteilnehmer bei Repogeschäften	27
2.2.1	Banken und Broker-Dealer	27
2.2.2	Investoren	28
2.2.3	Zentralbanken	28
2.2.4	Anbieter von Tri-Party Repo	28
2.2.5	Inter-Dealer Broker bzw. Voice Broker	29
	Literatur	30
3	Wertpapierdarlehen im Überblick	31
3.1	Produktbeschreibung	32
3.1.1	Definition	32
3.1.2	Darstellung eines Wertpapierdarlehens	33

3.1.3	Beispiel mit festverzinslichen Wertpapieren	40
3.1.4	Beispiel mit Aktien	42
3.2	Wertpapierdarlehensgeschäfte über Zins- und Dividendentermin	43
3.2.1	Wertpapierdarlehen über Zinstermin	43
3.2.2	Wertpapierdarlehen über Dividendentermin	44
3.3	Bilanzielle Darstellung	46
3.3.1	Bilanzierung nach deutschem Recht bzw. HGB	46
3.3.2	Bilanzierung nach IAS/IFRS	49
3.4	Wertpapierdarlehen bei Kapitalanlagegesellschaften bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaften und Versicherungen – Besonderheiten	51
3.4.1	Besonderheiten bei Kapitalanlagegesellschaften (KAG) bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaften	51
3.4.2	Besonderheiten bei Versicherungen	57
3.5	Wertpapierdarlehenssysteme	58
3.5.1	Euroclear	58
3.5.2	Clearstream	60
3.5.3	Agency Lending	63
3.5.4	Individuelle Programme	64
3.6	Anwendungsmöglichkeiten	66
3.6.1	Erfüllung von Lieferverpflichtungen	66
3.6.2	Leerverkauf – Spekulation auf fallende Kurse	68
3.6.3	Leerverkauf – Market-Making	69
3.6.4	Arbitragehandel	69
3.6.5	Optionsstrategien	71
3.6.6	Liquiditätsschöpfung und -steuerung	72
	Literatur	74
4	Wertpapierpensionsgeschäfte als Repo und Buy/Sell-Back	77
4.1	Grundprinzip von Pensionsgeschäften	78
4.2	Produktbeschreibung von Classic Repos und Buy/Sell-Back Transaktionen	80
4.2.1	Klassisches Repo bzw. Classic Repo oder US-Style Repo	80
4.2.2	Buy/Sell-Back-Geschäft	95
4.3	Vergleich von Wertpapierdarlehen, Classic Repo und Buy/Sell-Back	104
4.4	Bilanzielle Darstellung von echten Pensionsgeschäften	108
4.5	Margining bzw. Mark-to-market Bewertung von Repos	112
4.5.1	Wertausgleichsberechnung	112
4.5.2	Empfehlungen des European Repo Council zur Durchführung des Margining (Wertausgleichs)	114
4.6	Weitere Varianten von Repogeschäften	126
4.6.1	Hold-In-Custody Repo (HIC)	127

4.6.2	Credit Repo	128
4.6.3	Cross-Currency Repo	128
4.6.4	Repo-to-Maturity	131
4.6.5	Equity Repo	133
4.6.6	Dollar Rolls	134
4.6.7	Whole Loan Repo	135
4.6.8	Callable und Flex Repo sowie Evergreen Repo	135
4.6.9	Tri-Party Repo	136
4.7	Wirtschaftliche Aspekte von Repogeschäften	142
4.7.1	Eindecken von Short-Positionen, Settlement Coverage und Belieferung von Leerverkäufen	146
	Literatur	152
5	Rechtliche Rahmenbedingungen	155
5.1	Deutsche Rahmenverträge für Wertpapierdarlehen und Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos)	156
5.1.1	Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehen	156
5.1.2	Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäfte	159
5.2	Internationale Verträge für Wertpapierdarlehen und Repos	161
5.2.1	Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA)	161
5.2.2	Global Master Repurchase Agreement (GMRA)	163
5.2.3	European Master Agreement bzw. europäischer Rahmenvertrag (EMA) oder Master Agreement for Financial Transactions	169
	Literatur	175
6	Risiken bei Wertpapierdarlehens- und Repogeschäften	177
6.1	Kreditrisiken	178
6.1.1	Kontrahentenrisiko bzw. Adressausfallrisiko	179
6.1.2	Emittenten- bzw. Collateralrisiko	181
6.2	Liquiditätsrisiken	182
6.2.1	Liquiditäts- bzw. Refinanzierungsrisiko	183
6.2.2	Marktliquiditätsrisiko der Sicherheit bzw. des Emittentenrisiko	186
6.3	Marktrisiken	187
6.3.1	Zinsänderungsrisiko	188
6.3.2	Special-Risiko	191
6.3.3	Währungsrisiko	192
6.3.4	Sonderformen des Marktpreisrisikos	193
6.4	Rechtliche Risiken	193
6.4.1	Vertragliche Risiken	194
6.4.2	Länderrisiken	195
6.4.3	Steuerrechtliche Risiken	197

6.5	Operationelle Risiken	197
	Literatur	201
7	Netting	203
7.1	Formen des Nettings	205
7.1.1	Close-out Netting bzw. Liquidationsnetting	205
7.1.2	Settlement oder Payment Netting	205
7.1.3	Novationsnetting	208
7.2	Nettingprozess bei zentralen Kontrahenten	209
7.3	Netting unter Basel III	209
	Literatur	212
8	Aufsichtsrechtliche Anforderungen	213
8.1	Allgemein	213
8.2	Kurzüberblick Historie (Basel I und II)	214
8.3	Basel III	215
8.3.1	Kapitalquoten, Capital Ratio (CR)	218
8.3.2	Leverage Ratio (LR)	219
8.3.3	Net Stable Funding Ratio (NSFR)	220
8.3.4	Liquidity Coverage Ratio (LCR)	223
8.4	Basel III – „einhalb“ (überarbeitete und beschlossene Liquiditätsstandards für Banken zum Jahresanfang 2013)	228
8.5	CRR (Capital Requirements Regulation)/CRD IV (Capital Requirements Directive) – Regulierungspaket zur Umsetzung von Basel III	229
8.6	Inkrafttreten weiterer wesentlicher Teile des Reformpaketes und weitere Veröffentlichungen sowie Überlegungen zu einem (baldigen) Basel IV	230
	Literatur	234
9	Formen des Handels, Clearings und Settlements	237
9.1	Formen des Handels	237
9.1.1	Bilateraler Handel und der Einsatz von Brokern	237
9.1.2	Elektronische Handelssysteme und -plattformen	239
9.2	Clearing und Settlement	246
9.2.1	Clearing und Settlement bei bilateralen Geschäften	246
9.2.2	Central Counterparty (CCP) Clearing	248
9.2.3	TARGET2-Securities (T2S)	257
	Literatur	261

10	Organisation, Aufbau und Segmente im Repogeschäft	263
10.1	Special Collateral Trading	264
10.2	General Collateral (GC)Trading	267
10.3	Collateral Trading/ Collateral Management	271
	Literatur	277
11	Einsatz von Repos und Wertpapiersachdarlehen im kurz- und längerfristigen Handel	279
11.1	Kurzfristige Handelsstrategien	281
11.1.1	Allgemeines	281
11.1.2	Handelsstrategien mit Repos	283
11.2	Längerfristige Handelsstrategien	300
11.2.1	Allgemeines	300
11.2.2	Längerfristige Wertpapierdarlehens- und Repostrategien	302
11.3	Collateral Management (CM) und Collateral Trading (CT)	308
11.3.1	Allgemein	308
11.3.2	Methodischer Aufbau und Handel in der Praxis	309
11.3.3	Weitere Aufgaben und Einsatzmöglichkeiten im Sicherheitenmanagement	314
11.4	Weitere Bausteine und Inhalte einer Gesamtbank-/Konzernsteuerung	316
	Literatur	321
12	Repomärkte im Überblick	323
12.1	Markt in den USA	323
12.1.1	US-Repomarkt	323
12.1.2	US-Securities Lending Markt	329
12.2	Gilt Repo Markt in Großbritannien	330
12.3	Frankreich	333
12.4	Italien	336
12.5	Deutschland	337
12.6	Wertpapierdarlehen in den europäischen Ländern	340
	Literatur	343
13	Entwicklung des Repomarktes in Europa, Krisen, Tendenzen und Ausblick	345
13.1	Entwicklung seit Einführung des Euro bis zum August 2007 (Subprime-Krise)	345
13.1.1	Allgemeine Entwicklung	345
13.1.2	Marktsätze und -usancen	349
13.2	Finanzkrise und Repomarkt	352
13.2.1	Der Markt von August 2007 bis August 2008	352
13.2.2	Auswirkungen und fundamentale Änderungen im Repomarkt durch die Finanzkrise	355

13.2.3 Von der Bankenkrise zur Sovereign-Krise	361
13.3 Ausblick: Der Repomarkt – wieder auf Wachstumskurs oder wie geht es weiter zwischen den geplanten neuen Reformpaketen und Besteuerungsvorhaben?	366
Literatur	372
Glossar	375

Zusammenfassung

Wertpapierdarlehen bzw. Wertpapiersachdarlehen und Repogeschäfte werden seit vielen Jahren als Geldmarktprodukte eingesetzt. Im Folgenden wird überblicksweise auf die geschichtliche Entwicklung der Produkte bis zum Beginn der Subprime-Krise im Jahr 2007 eingegangen. Die Entstehung und Etablierung der beiden Produktarten in Deutschland wird in einem eigenen Unterabschnitt dargestellt.

1.1 Entstehung und Wachstum der Wertpapierdarlehen – ein Überblick

Für diesen Abschnitt vgl. im Wesentlichen Faulkner (2010, S. 1 ff.), IOSCO S. 9–16, Caceis Investor Services (2010, S. 18–20) sowie Corrigan und de Terán (2007, S. 32–40).

Unter Wertpapierdarlehen bzw. Wertpapiersachdarlehen versteht man die entgeltliche und zeitlich befristete Verleihe von Wertpapieren. Das Wertpapierdarlehen ist ein Sachdarlehen im Sinne von § 607 BGB und ermöglicht dem Darlehensnehmer das Volleigentum an den entliehenen Wertpapieren. Vor allem im täglichen Sprachgebrauch wird häufig der Begriff der Wertpapierleihe verwendet, auch wenn dieser juristisch nicht zutreffend ist, weil es sich um ein Darlehen und nicht um eine unentgeltliche Leihe handelt. In diesem Buch finden sich deshalb hauptsächlich die Begriffe Wertpapierdarlehen und Wertpapiersachdarlehen. Bezeichnungen wie Wertpapierleihe, Ent- und Verleiher, Wertpapierleihemarkt wie auch der englische Ausdruck des Securities Lending oder Securities Loans werden teilweise und vor allem gleichbedeutend genutzt.

Mit der Entwicklung der Wertpapiermärkte, dem damit einhergehenden Leerverkauf von Wertpapieren (Short Selling) sowie den daraus resultierenden Lieferverpflichtungen entwickelte sich als Sekundärmarkt das Wertpapierdarlehen bzw. die Wertpapierleihe. Zunächst entstand dieser Markt allerdings nur in einigen wenigen Ländern, allen voran in den

USA und zeitverzögert auch in Großbritannien. Das Geschäft war noch wenig ausgeprägt und sehr stark reguliert, um sicherzustellen, dass nur bestimmte Institutionen Wertpapiere für einen bestimmten Zweck über spezialisierte Intermediäre entleihen konnten. Im Finanzbereich und für den Zweck der Wertpapierleihe subsumiert man unter Intermediären Teilnehmer wie Banken und Investmentgesellschaften, die hier Ver- und Entleiher zusammenbringen.

Die strengen Regularien dauerten in England bis in die Achtzigerjahre an. Man unterschied bereits zwischen einer vorwiegend geldorientierten Transaktion, die mit Wertpapieren besichert wurde und einer wertpapierinitiierten Transaktion, bei der spezielle Wertpapiere gegen Besicherung ent- und verliehen werden, um Leerverkäufe zu beliefern oder das Settlement zu ermöglichen. Der Markt, so wie wir ihn heute kennen, entwickelte sich in den Sechzigerjahren in Nordamerika, in den meisten anderen Ländern erst in den Achtziger- und Neunzigerjahren, wie in England und Deutschland.

1.1.1 Entwicklung in den Siebziger- bis zu den Neunzigerjahren

Das Geschehen in den Siebziger- und Achtzigerjahren

In den Siebzigerjahren begannen in den USA die Depotbanken spezifische Kundenbestände wie von Versicherungen, Pensions- und Stiftungsfonds und Firmenportfolios an Broker-Dealer (Person oder Firma, die Wertpapiere für eigene Rechnung oder im Auftrag von Kunden handelt) zu verleihen. Die große Nachfrage entstand vor allem durch zahlreiche und neue Handelsstrategien.

Handelsstrategien

Dies waren hauptsächlich Handelsstrategien wie Steuer Arbitrage und Convertible Bond Arbitrage, die meist die Entleihe von Wertpapieren bzw. Aktien beinhaltete.

Convertible Bonds, auch Wandelanleihen genannt, sind festverzinsliche, von einer Aktiengesellschaft ausgegebene Wertpapiere, die dem Inhaber das Recht einräumen, diese während einer Wandlungsfrist zu einem vorher festgelegten Verhältnis in Aktien des Emittenten einzutauschen. Eine Arbitragemöglichkeit ergibt sich, wenn zum Beispiel die Anleihe im Vergleich zu den Aktien unterbewertet ist. Der Händler kauft die unterbewertete Anleihe und leerverkauft die Aktien, die er sich dann entleiht. Auch kann der Händler, der den Bond hält, die zugrundeliegenden Aktien leerverkaufen und entleihen, um sich gegen einen Preisverfall in den Aktien zu schützen.

Bei der steuergetriebenen Variante geht es um das Ausnutzen von bestimmten steuerlichen Komponenten wie Körperschaft-, Quellen- und Kapitalertragsteuer in unterschiedlichen Ländern aufgrund unterschiedlicher steuerlicher Gesetzgebung. Durch die länderübergreifende Harmonisierung der Vorschriften ist diese Form der Arbitrage weitgehend bedeutungslos und kaum noch existent.

Die Transaktionen wurden vorwiegend mit anderen Wertpapieren besichert. Geldsicherheiten waren bei den Depotbanken aufgrund der Eigenkapitalkosten eher unerwünscht. Man nannte dies auch den Non-Cash Bonds Borrow Market. Sicherheiten in Form von Geld wurden erst in späteren Jahren populär. Nach und nach tätigten die Händler die ersten grenzüberschreitenden und internationalen Transaktionen aus den USA heraus.

Ende der Siebziger- und Anfang der Achtzigerjahre begannen US-Handelsadressen und US-Depotbanken ihre globalen Aktivitäten mit Niederlassungen in Japan und Europa aufzubauen. Als Dreh- und Angelpunkt im internationalen Securities Lending Geschäft in Europa entwickelte sich London. Dieser rasante Aufstieg hielt ebenso in den Achtzigerjahren an, wenngleich sich in dieser Zeit einige Firmenzusammenbrüche und Insolvenzen wie beispielsweise das Ende der Firma Drysdale Government Securities im Jahr 1982 ereigneten.

Folge dieser Insolvenz und einiger weiterer Firmenzusammenbrüche waren weitreichende Änderungen für das Securities Lending Geschäft. So wurden Verträge standardisiert und genaue Anforderungen an die Sicherheiten (Collateral) und den Wertausgleich (Margining) definiert. Depotbanken änderten ihre Verträge dahingehend, dass die Identität von Ver- und Entleiher offengelegt wurde, was bis dahin nicht übliche Praxis war. Die Prüfung des Kontrahenten war ein weiterer Punkt, der nun mehr in den Fokus rückte. Für viele Verleiher war die Darlehensgebühr, die sie bei den Transaktionen erhielten, eine Art Zusatzverdienst, der dazu beitrug, die Depotgebühren mitzufinanzieren und dadurch zu senken.

Trotz dieser Ereignisse wuchs der internationale Wertpapierdarlehensmarkt überwiegend auf der Aktienseite weiterhin stark an. Das lag zum einen an der internationalen Expansion der US Broker-Dealer sowie der Gründung von Hedgefonds und zum anderen daran, dass der internationale Aktienmarkt globaler wurde. Aufgrund vielfältiger Handelsstrategien und der Ausweitung des derivaten Marktes war der Bedarf in der Wertpapierleihe sehr groß und auch das Angebot wuchs ständig.

► **Derivate** Derivate sind Finanzinstrumente und an die Entwicklung von Indizes, Ereignissen oder bestimmten Preisen gekoppelte Verträge, die börslich oder außerbörslich gehandelt werden. Es handelt sich um Termingeschäfte auf der Grundlage von bestimmten Basiswerten (Underlyings). Hierzu zählen zum Beispiel Devisentermingeschäfte, Financial Swaps, Futures und Optionen, Zinsoptions- und -termingeschäfte.

Der Derivatehandel hatte großen Bedarf an leihefähigen Papieren. Die Arbitragemöglichkeiten waren häufig steuer- oder indexgetrieben, aber auch das Short Selling (Leerverkauf) nahm stark zu. Zudem war es durch gesetzliche Änderungen in den USA auch Pensionsfonds erlaubt, direkt an Broker-Dealer zu verleihen.

Geschehen in den Neunzigerjahren

Der Globalisierungstrend beim Wertpapierdarlehen hielt in den Neunzigerjahren unverändert an und führte zu einer weiteren Expansion mit einer zunehmenden Zahl an Teilnehmern weltweit.

1990 fiel der Startschuss in Deutschland und die US-Banken mit ihren ausländischen Niederlassungen waren die ersten, die aktiv Bestände entliehen. Die Gründung der Deutschen Terminbörse ermöglichte nun zahlreiche Handelsstrategien und somit einen steigenden Bedarf in der Wertpapierleihe aufgrund von Leerverkäufen und Lieferverzögerungen.

Denn mit der fortschreitenden Globalisierung der Kapitalmärkte kam es häufig zu Problemen im Settlement aufgrund unterschiedlicher Systeme und Handelsvaluten im globalen Wertpapiergeschäft. Das Wertpapierdarlehen diente dazu, diese Lieferverzögerungen zu beheben.

Auch Emerging Markets wie Brasilien, Indien, Korea, Philippinen, Taiwan und Thailand wurden zunehmend attraktiver. Zahlreiche gesetzliche Änderungen erleichterten es diesen Ländern, die über einen großen und liquiden Aktien- und Derivatemarkt verfügten, den Securities Lending Bereich zu etablieren und verzeichneten vor der Asienkrise 1997/98 die größten Zuwächse.

Einige wesentliche Faktoren bestimmten die weitere Entwicklung in den Neunzigerjahren. Die derivaten Märkte wuchsen weiterhin enorm stark an und somit auch die Arbitragestrategien. Die technische Weiterentwicklung der Informations- und Handelssysteme mit der Möglichkeit Real-Time-Informationen zu verarbeiten, begünstigte die Durchführung von Handelsstrategien und deren Abwicklung. Investoren entwarfen Finanzstrukturen, die das exakte Volumen abbildeten und zugleich die Risiken des dazugehörigen Marktes (generelle Marktrisiken) neutralisierten. Zudem nutzten sie verstärkt den Bereich der Index Arbitrage sowie weitere Arbitrage Strategien, um das Verhältnis zwischen derivaten und den zugrunde liegenden Kassamärkten beizubehalten. Die Wertpapierdarlehensmärkte stellten die benötigten Wertpapiere (Liquidität) für das Halten der Positionen in diesen Instrumenten zur Verfügung.

Zeitgleich liberalisierten die Behörden in vielen Ländern Vorschriften in der Gesetzgebung, in den Regularien und in steuerlichen Belangen, um Transaktionen im Wertpapierdarlehen zu ermöglichen bzw. zu vereinfachen. Allerdings wurden damals bereits die Möglichkeiten von Seiten der staatlichen Behörden eingedämmt, Steuer Arbitrage zu tätigen, so dass mit Hilfe der Wertpapierdarlehen hauptsächlich Marktrisiken minimiert werden sollten.

Eine zunehmende Zahl an Händlern und Marktteilnehmern baute Long-Positionen in der Wertpapierleihe auf, um Long Bond Kasse-Positionen zu hebeln (leveragen): auf der einen Seite hatte der Händler eine Long-Position in einem Instrument und eine Short-Position auf der anderen Seite, die wiederum durch ein Wertpapierdarlehen gedeckt war. Die Marktmeinung hierfür war beispielsweise, dass sich der Renditespread zwischen den beiden Instrumenten aufgrund ökonomischer Daten oder Marktmeinungen ändern wird. Auch auf der Seite der Verleiher kamen viele neue Teilnehmer hinzu, was zur Folge hatte, dass es zu einem stark wachsenden Angebot bei unverändert starker Nachfrage kam und somit die Preise bzw. Sätze in der Wertpapierleihe nach und nach unter Druck gerieten.

Waren Broker-Dealer und globale Depotbanken, sogenannte Global Custodians, getrennt als Ent- und Verleiher aufgetreten, so kam es in den Neunzigerjahren häufig zu einer Verschmelzung des Geschäftes zwischen Global Custodians und Investmentbanken. Neue Firmen entstanden, die verschiedenste Geschäftstypen anboten: Agency Lending, Ver- und Entleihe aus dem Eigenhandel, Abwicklung (Clearing) und Settlement entweder als Custodian oder als Tri-Party Agent. Tri-Party Agents führen die komplette Abwick-

lung und Überwachung der Transaktionen inklusive Sicherheiten durch, übernehmen das Reporting und vermitteln bei Bedarf Geschäftsinteressenten.

Agency Lending

Agency Lending Business bedeutet, dass der Agent Lender Wertpapierleihegeschäfte an Ver- und Entleiher vermittelt, nicht aber als Kontrahent in das Geschäft eintritt. Somit werden die Geschäfte weder bilanziell noch risikomäßig beim Agent Lender erfasst.

Andere agierten als sogenannter Principal, das heißt, sie traten als Kontrahent in die Geschäfte ein, ent- und verliehen Kundenbestände als Teil ihres Prime Brokerage Geschäftes. Prime Broker sind Unternehmen bzw. Finanzdienstleister, die übertragene Vermögensgegenstände verwahren. Häufig sind Hedgefonds deren Zielkundschaft. Zu ihren Aufgaben gehören die Bereitstellung von Fremdkapital gegen Sicherheiten zur Finanzierung von Einschuss- und Nachschussaufforderungen an Terminmärkten sowie die Beschaffung von Wertpapieren. Dazu zählen auch Wertpapierdarlehenstransaktionen, die Abrechnung von Wertpapiergeschäften, die der Hedgefonds tätigt, sowie die Verwahrung von Wertpapieren (vgl. https://www.finanz-lexikon.de/prime_broker_4474.html).

Verschiedene Services für Verleiher etablierten sich. Teilweise gründeten die Depotbanken eigene Abteilungen, die die Verleiheaktivitäten der Kunden abdeckten und dies als Teil des Kundenservices sowie als Zusatzertrag vermarkteten. Große institutionelle Kunden setzten zum Teil ihr eigenes Securities Lending Business auf und arbeiteten je nach Ansatz mit bestimmten Banken oder Brokern für bestimmte Portfolios zusammen. Andere wiederum lagerten ihr Geschäft an sogenannte Tri-Party Agents aus.

Generell wurden mehr und mehr Hedgefonds gegründet, in denen zahlreiche und neue alternative Tradingstrategien aufgesetzt und gehandelt wurden. Darunter fielen beispielsweise strukturierte Produkte wie Total Return Swaps (TRS), Kombinationen von Outright Sale mit Put und Call Optionen, Synthetische Long-Positionen in Verbindung mit Optionen, CFDs (Contract for Difference), Equity Swaps wie auch andere Konstruktionen, die teilweise ohne den Einsatz von Wertpapierleihe oder Repos agierten und zudem Off-Balance erfolgten.

Dies geschah in der Regel unter dem Dach eines Prime Brokers, der neben der Beschaffung und Abwicklung der Handelsgeschäfte auch die Wertpapierleiheaktivitäten als Principal und andere Serviceleistungen durchführte, also den gesamten operativen Teil abdeckte. Zu Beginn waren es vor allem die US-Investmentbanken, die das Prime Brokerage Geschäft dominierten, nach und nach kamen auch europäische und international agierende Adressen hinzu.

Krisensituationen in den Neunzigerjahren

1994 kam es in den USA zu einem plötzlichen und dramatischen Zinsanstieg am kurzen Zinsende, der vor allem die Investoren im Geldmarkt überraschte. Davon betroffen waren viele Verleiher, die US-Dollar als Sicherheiten genommen und wiederum in verschiedene kurzlaufende Geldmarktinstrumente reinvestiert hatten, um zusätzlichen Gewinn zu erwirtschaften. Der Zinsanstieg führte zu massiven Kursverlusten der kurzlaufenden Pa-

piere und somit zu hohen Einbußen. In den meisten Fällen entschädigten die beteiligten Depotbanken bzw. Agents aus Reputationsgründen ihre Kunden und übernahmen die Verluste, obwohl sie rein rechtlich nicht dazu verpflichtet gewesen wären.

In Folge wurden die Richtlinien für den Reinvestierungsprozess der Cash-Sicherheiten und ebenso die Prozesse im Risikomanagement überarbeitet und verbessert. Trotz dieser Verbesserungen kam es in gleicher Weise in der Finanzkrise 2007/2008 erneut zu enormen Verlusten beim Reinvestment von Cash-Sicherheiten in kurzlaufende Geldmarktpapiere wie Commercial Papers und Credit Default Swaps. Innerhalb kürzester Zeit verloren die Papiere enorm an Wert und verursachten hohe Verluste bei Banken und Kunden.

Long Term Capital Management (LTCM)

Ein weiteres wichtiges Ereignis war der Beinahe-Kollaps des Hedgefonds LTCM. Dieser geschah zwar nicht aufgrund von Wertpapierdarlehenstransaktionen oder Repogeschäften, doch waren sie Teil der Handelsstrategien. Viele Hedgefonds, darunter auch LTCM benötigten die Wertpapierleihe und auch Repos, um ihre Positionen in großem Stil zu hebeln (leveragen) und zu refinanzieren. LTCM hatte zu dieser Zeit mittels hochkomplexer Derivatekonstruktionen bei einem Eigenkapital von 2,2 Milliarden US-Dollar Wertpapiergeschäfte mit einem Nominalvolumen von 1,25 Billionen US-Dollar in den Büchern.

Hintergrund war die Asienkrise 1998, die auf Russland übersprungen war. Als Russland im August ein Schuldenmoratorium verhängte und den Rubel abwertete, wurden russische Anleihen über Nacht wertlos. In den darauffolgenden Tagen kollabierten auch die Kurse von Staatsanleihen weiterer Schwellenländer. In vielen Bereichen der Finanzmärkte versiegte die Liquidität. Diese Marktturbulenzen und die mangelnde Liquidität waren in den hochkomplexen mathematischen Modellen von LTCM nicht berücksichtigt.

LTCM verlor an einem Tag mehr als eine halbe Milliarde Dollar und musste Positionen liquidieren, um Geld für Wertausgleichsforderungen (Margin Calls), die bei den fallenden Preisen stiegen, zu haben. Nur durch ein Rettungspaket in Höhe von 3,6 Milliarden US-Dollar seitens der Banken konnte LTCM gerettet werden; bei einem Scheitern dieses Paketes wären auch einige der beteiligten Institute in die Insolvenz gezogen worden.

Als Konsequenz aus diesem Vorfall wurden die Risikoprozesse und das Risikomanagement überdacht und neu strukturiert. Der Wertausgleich bzw. die Marginleistung rückte stärker in den Vordergrund und wurde risikotechnisch systematisch beleuchtet. Immer wichtiger wurde auch die Risikobewertung, welche Art und in welcher Höhe man welche Sicherheiten akzeptierte und inwieweit diese in marktturbulenten Zeiten bzw. in illiquiden Situationen verwertbar waren. Neben dem Reinvestment von Cash-Sicherheiten war dieser Sachverhalt erneut eine wichtige Thematik in der Finanzkrise ab 2007.

1.1.2 Geschehen Ende der Neunzigerjahre bis zum Beginn der Finanzkrise 2007

Im Wesentlichen blieben die Trends, die bereits seit den Achtzigerjahren zu sehen waren, unverändert bestehen. 1999 wurde der Euro als Gemeinschaftswährung in elf Mitgliedstaaten der Europäischen Union eingeführt. Große Erwartungen gingen damit einher. Eine gemeinsame Währung ohne Währungsrisiko, eine Zunahme grenzüberschreitender Wertpapierdarlehenstransaktionen, ein weiterhin steigender Einsatz von derivativen Produkten, die Zunahme von Repos für die Refinanzierung und das europäische Zahlungs- und Abwicklungssystem TARGET waren die besten Voraussetzungen für ein weiteres globales Wachstum im Securities Lending Markt.

► **TARGET** TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) wurde in erster Linie zur Durchführung der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank entwickelt und steht allen Kreditinstituten zur Durchführung ihrer Geldgeschäfte in Euro zur Verfügung. Mithilfe von TARGET führen die EZB und die nationalen Zentralbanken ihre Geldpolitik durch, indem sie Liquidität in das System einbringen oder aus ihm abziehen. Im November 2007 wurde TARGET durch TARGET 2 abgelöst.

Nähere Informationen hierzu sind in der EZB-Broschüre zum Thema TARGET zu finden.

Viele dieser Voraussagen erfüllten sich. Das Geschäft und vor allem die gehandelten Volumina nahmen zu, Währungsrisiken innerhalb der Euro-Staaten mussten nicht mehr abgesichert werden und vereinfachten das Geschäft. Der Wertpapierleihemarkt war etabliert, konnte die Liquidität und somit auch die Flexibilität für die Kassa- und Derivatmärkte bereitstellen. Weitere Marktteilnehmer kamen hinzu, was aber auch dazu führte, dass die Margen bei den Darlehenssätzen weiterhin unter Druck gerieten: mehr Angebot bei gleichbleibender bzw. leicht abnehmender Nachfrage, dies auch bedingt durch die Krise an den Aktienmärkten zu Beginn des neuen Jahrtausends.

Durch die Bestrebungen der einzelnen Staaten, durch Vorschriften die steuerlichen Gegebenheiten europaweit zu harmonisieren, verloren die Kassamärkte gleichzeitig die Möglichkeit, Steuerarbitragestransaktionen aufzusetzen und durchzuführen, was wiederum zu einer sinkenden Nachfrage bei den Wertpapierdarlehen führte. Allerdings stieg die Anzahl der Börsengänge und Übernahmen im globalen Unternehmensgeschäft und erhöhte somit im Rahmen von Handelsstrategien wiederum die Nachfrage in der Wertpapierleihe.

Vor allem der festverzinsliche bzw. Fixed Income Bereich verzeichnete einen hohen Volumenzuwachs. Die Aktivitäten waren nicht mehr nur hauptsächlich auf Staatsanleihen ausgerichtet, sondern weiteten sich auf die Credit- und Corporate Bonds sowie die Emerging Markets aus. Zudem zeigte sich, dass gerade im festverzinslichen Segment der Trend weg ging vom Wertpapierdarlehen hin zum Repogeschäft und das Wertpapierdarlehen anteilmäßig zugunsten des Repos verlor.

- ▶ Bei einem Repo werden auf Basis eines Verkaufs und eines Rückkaufs Wertpapiere Zug-um-Zug gegen die Zahlung von Liquidität übertragen, wohingegen bei einem Wertpapierdarlehen die Wertpapiere und die Sicherheiten in Form anderer Wertpapiere oder Cash zwei einzelne, eng aufeinander abgestimmte Transaktionen darstellen.

Im Aktienbereich wurde das Aktienrepo (oder auch Equity Repo) vor allem als Refinanzierungsinstrument eingesetzt. Es blieb und bleibt jedoch zahlenmäßig weit hinter dem Fixed Income Bereich zurück. Als Sicherheit für Geldgeschäfte wurden Aktien bei Tri-Party Repos häufig eingesetzt.

Ein weiterer Trend war es, den Handel und die Abwicklung, die bislang meist bilateral getätigt wurden, technisch auf Handelsplattformen als automatische Handelssysteme zu bringen, um eine durchgehende automatisierte Daten- und Auftragsverarbeitung (auch Straight Through Processing genannt) zu gewährleisten. Der Vorteil liegt in den Synergien, den sinkenden Kosten und der effizienteren Abwicklung einer Vielzahl an Geschäften. Darüber hinaus etablierten sich sogenannte Central Counterparts (Zentrale Kontrahenten), die an die Stelle von Käufer und Verkäufer als Vertragspartner treten.

Insgesamt florierte das Securities Lending Geschäft bei zwar sinkenden Margen, aber doch weiterhin steigenden Volumina. Und da kamen aus den USA die ersten Krisenanzeichen der Subprime-Krise, die in den Folgejahren enorme Auswirkungen auf die Wertpapierdarlehens- und Repomärkte hatte.

1.2 Entwicklung der Repogeschäfte – ein Überblick

Für diesen Abschnitt vgl. im Wesentlichen Choudhry (2010, S. 7–8), Clearstream Deutsche Börse Group (2005), Corrigan und de Terán (2007, S. 22–32), Steiner (1997, S. 152–154).

1.2.1 Anfänge in den USA bis Ende der Achtzigerjahre

Das Grundgeschäft eines Repos, nämlich Geld gegen Wertpapiere als Sicherheiten zu übertragen, ist so alt wie das Bankwesen selbst. Die Repogeschäfte in ihrer Form, wie wir sie heute kennen, gehen auf das Jahr 1918 zurück.

Die Ursprünge sind in den USA zu finden, die auch heute noch über den größten Repomarkt weltweit verfügen. In den Anfängen nutzte die amerikanische Zentralbank Federal Reserve Bank (Fed) Repos, um die Entwicklung in den sogenannten Bankers Acceptances (das sind Bank- oder Finanzwechsel) zu fördern. Sie stellte dem Markt Liquidität gegen BA-Sicherheiten zur Verfügung und unterstützte so auch den Sekundärmarkt. Die Geschäfte waren als Resale Agreements bekannt. 1923 begann die Fed, Repos in Staatsanleihen (Treasuries) als ein Instrument der Geldreserve zu nutzen.

Der Interbankenmarkt in Repos wurde vor allem durch den Glass-Steagall Act von 1933 gefördert, der es den US-Investmentbanken verbot, Geldanlagen der Kunden für die Refinanzierung (Funding) ihrer Investmentportfolios zu nehmen. So waren sie neben den Krediten, die sie von Geschäftsbanken erhielten, auf andere Formen des Fundings angewiesen. Das Repo war sozusagen das ideale Produkt, denn zum einen konnten die Institute ihr Wertpapierportfolio als Sicherheit benutzen und zum anderen konnten sie sich günstiger Geld beschaffen als auf unbesichertem Wege. Auf der Gegenseite gab es zahlreiche Investoren, die ihr Geld bevorzugt besichert anlegten.

Hinzu kam die Einfachheit des Produkts: Weniger Risiko, weil besichert, eine einfache operative Abwicklung und verhandelbare Laufzeiten sowie die Marktkonventionen machten das Repo zum Wachstumsmarkt für Händler in der Refinanzierung und für Cash-Investoren. Durch die wachsenden Volumina im Kassa-Bond-Handel kam es zu vermehrten Leerverkäufen in diesen Wertpapieren, die eingedeckt bzw. als Long-Positionen refinanziert werden mussten.

So entstand neben dem besicherten Geldhandel, der auch GC (General Collateral) Handel genannt wird, der Bereich der speziell nachgefragten Titel, der sogenannte Special (Special Collateral) Handel. In Folge legte der Repomarkt stark zu. Da dieser Markt wie auch der Securities Lending Markt nicht börsennotiert, sondern außerbörslich (Over-the-Counter) war, gab es keine exakten Volumenzahlen. So wurde geschätzt, dass das Volumen, das Händler im Repo Ende der Achtzigerjahre umsetzten, von 55 Milliarden US-Dollar innerhalb eines Jahres auf 94 Milliarden US-Dollar anstieg (vgl. Corrigan und de Terán 2007, S. 23).

Doch wie in allen Märkten blieben die Krisen nicht aus und so erschütterte 1982 der Zusammenbruch der Firma Drysdale Government Securities wie bereits den Wertpapierleihe- auch den Repomarkt. Zu dieser Zeit war es üblich, den Stückzins bei Wertpapieren im Repo nicht zu berücksichtigen, sondern nur die Nominale zu handeln. Praxis von Drysdale war es, solche US-Treasuries, die einen hohen Stückzinsanteil hatten, im Reverse Repo ohne Stückzinsanteil zu kaufen und den Bond gleichzeitig im Kassamarkt leer zu verkaufen. Bei dem Kassaverkauf wurde der Stückzinsanteil berechnet. Den Mehrertrag bzw. die Liquiditätsreserve durch den Stückzinsanteil nutzte Drysdale, um große Positionen am Futuresmarkt einzugehen und auf der Zinsseite zu spekulieren.

Diese Strategie war bis zum Zeitpunkt, als die Zinsen anstiegen, erfolgreich. Aufgrund der fallenden Kurse entstanden große Verluste auf die Positionen. Die Firma war nun nicht mehr in der Lage, die Kuponzahlungen auf die ausstehenden Wertpapiere zu zahlen, mit denen sie sich im Repo eingedeckt hatten. Mitte Mai 1982 musste Drysdale Konkurs anmelden. Zu diesem Zeitpunkt hatten sie vier Milliarden US-Dollar Short-Positionen gegenüber 2,5 Milliarden US-Dollar Long-Positionen in US-Wertpapieren. Die Kontrahenten realisierten, dass der fehlende unbesicherte Stückzinsanteil auf die Wertpapiere in der Wertausgleichsberechnung (Mark-to-market) einen unbesicherten Kredit an Drysdale darstellte. In Folge wurden neben Hilfsaktionen der Fed vor allem die Verträge standardisiert, die Wertausgleich (Margin) und Konventionen für die Besicherung von Stückzinsen definierten.

Des Weiteren waren die Achtzigerjahre dadurch geprägt, dass der Handel in Staatspapieren nicht nur in den westlichen Ländern und Jurisdiktionen, sondern auch in den Emerging Markets stark anstieg. Hier waren es vor allem die US-Dollar Brady Bonds, die im Repo dominierten. Einerseits boten sie durch die Besicherung mit US-Treasuries eine gute Geldanlagemöglichkeit zu attraktiven Sätzen und andererseits konnten sich Händler dadurch gut refinanzieren.

► **Brady Bonds** Brady Bonds sind in US-Dollar denominierte Schuldverschreibungen, die überwiegend durch lateinamerikanische Schuldnerländer wie Argentinien, Brasilien und Mexiko seit Ende der Achtzigerjahre emittiert wurden, weil diese ihre Auslandsschulden nicht mehr bedienen konnten. Diese Darlehensschulden wurden in handelbare Schuldverschreibungen konvertiert, die in der Regel durch US-Treasury Nullkuponanleihen besichert wurden. Diese Standardisierung der Schulden und die Sicherheit im Hintergrund erleichterten den Handel der Anleihen, förderten einen liquiden Kassamarkt und so auch den Repomarkt.

1.2.2 Neunzigerjahre und europäischer Markt

Aktive Repomärkte entstanden vor allem dort, wo es Kassamärkte gab, in denen Staatsanleihen dominierten wie in vielen Staaten Europas. Um die Zeit des Big Bangs 1986 entwickelte sich mit dem Wachstum des internationalen Wertpapierhandels auch der Repomarkt positiv, zunächst hauptsächlich in London. Investmentbanken nutzten das Repo vor allem, um ihre Wertpapierpositionen zu refinanzieren und dies günstiger als es mit den bis dahin üblichen Bank- oder Eurokrediten möglich war.

Die Sicherheiten im Repo umfassten neben den Staatsanleihen, die den größten Anteil darstellten, Unternehmensanleihen (sogenannte Corporate Bonds), forderungsbesicherte Anleihen (Asset Backed Securities), Agency Wertpapiere und Eurobonds, wie auch Aktien und Geldmarktinstrumente. Wertpapiere, die refinanziert werden und hauptsächlich der Besicherung dienen, werden als allgemeine Sicherheit, als General Collateral, definiert.

► **Big Bang** Als Big Bang wird die Londoner Börsenreform vom Oktober 1986 bezeichnet. Das gesamte Börsensystem der London Stock Exchange of the United Kingdom and Ireland (LSE) wurde geändert. Die LSE, internationale Wertpapierhändler sowie die internationale Wertpapierüberwachungsorganisation (ISRO) fusionierten.

Das Trennsystem zwischen Broker und Jobber (Händler, die nur für eigene Rechnung kaufen oder verkaufen durften) sowie die Mindestcourtage (jetzt frei verhandelbare Gebühren) wurden abgeschafft. Der Big Bang sollte den Börsenplatz London im Vergleich zu New York und Tokio wettbewerbsfähiger machen, ein Ziel, das erreicht wurde: London wurde drittgrößter Börsenplatz der Welt.

Der Repomarkt in Europa konzentrierte sich neben der Refinanzierung vor allem auf das Short Covering, das heißt, leerverkaufte Wertpapiere wurden mithilfe von Repos eingedeckt. Short Covering wurde auch von Clearern wie Euroclear oder Cedel (Cedel firmiert heute unter dem Namen Clearstream) angeboten, allerdings zu hohen Gebühren. Das Repo war in der Regel die günstigere Alternative. Die rein besicherte Geldanlage und -aufnahme spielte in den Neunzigerjahren eine eher untergeordnete Rolle, weil europäische Banken über sehr viel Liquidität verfügten und diese häufig unbesichert im Interbankenhandel und im Kundenhandel anlegten.

Und es waren vor allem die europäischen Niederlassungen amerikanischer Investmentbanken, die aufgrund ihrer Erfahrung und aktiven Nutzung das Repogeschäft aufbauten und voranbrachten. Weiterhin profitierte der europäische Repomarkt dadurch, dass viele europäische Zentralbanken Repogeschäfte im Rahmen ihrer Offenmarktpolitik als Geldmarktinstrument einsetzten. Mit Repos wurde Liquidität in den Interbankenmarkt gegeben und aus dem Interbankenmarkt abgezogen. Im Wesentlichen waren es die Nationalbanken von Belgien, Deutschland, England, Frankreich und Italien, die damit aktiv waren.

Neben der Refinanzierung (Funding) und dem Short Covering sorgte auch die Nachfrage der derivaten Seite für das stetige und nachhaltige Wachstum des Repomarktes. Arbitragestrategien bei Wertpapieren, Swaps, Cash, Futures und Optionen förderten eine stetige Nachfrage nach den Kassainstrumenten im Repo. Man nennt diese Wertpapiere, die explizit benötigt werden, auch Specials.

Mehr und mehr Banken und Handelshäuser begannen, Zwei-Wege-Preise (Geld- und Briefseite) in großen Sizes (Größenordnungen) im Repo zu stellen und etablierten somit das Matched Book Trading. Dies bedeutet, dass im Rahmen eines Repobuches Zwei-Wege-Preise (Geld- und Briefkurse) gestellt werden, unabhängig von den bestehenden Positionen. Es bedeutet nicht, dass der Händler ein glatt gestelltes bzw. ausgeglichenes Handelsbuch hat.

Häufig gehörten dazu auch die Zusammenlegung von Special und GC Trading und die Arbitrage daraus. So arbitrierten Repohändler den Satz, zu dem sie Geld gegen Sicherheiten und Sicherheiten bzw. nachgefragte Wertpapiere gegen Geld platzieren konnten.

Tri-Party Repos, bei denen eine dritte Partei (meist ein international tätiger Zentralverwahrer wie beispielsweise Bank of New York Mellon, Clearstream oder Euroclear) als Vermittler für das bilateral abgeschlossene Repo zwischen Verkäufer und Käufer agiert, existieren seit Anfang der Neunzigerjahre. Vor allem für Cash-Investoren bot sich das Produkt an, weil der Tri-Party Agent die komplette Abwicklung, das Reporting und auch den Prozess des Marginings übernimmt.

Erste Broker begannen Mitte der Neunzigerjahre Angebot und Nachfrage zur Unterstützung der vielen Aufträge auf elektronische Handelsbildschirme zu stellen, ein Handel war damals noch nicht üblich.

Dies änderte sich zunächst in Italien, als der dortige Clearer MTS eine elektronische Plattform installierte, die sowohl die Kassaseite in staatlichen Anleihen als auch die Reponseite abdeckte. Mehrere Jahre war dies jedoch ein rein nationales Handelssystem. Der Durchbruch des elektronischen Handels begann vor allem nach dem Jahr 2000.

Aber auch Krisen belasteten den europäischen Repohandel, wie etwa die Asienkrise, die Insolvenz von Barings, die Russlandkrise und die Affäre um LTCM in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre, was dazu führte, dass Verträge, Marktkonventionen und Risikoprofile überarbeitet und angepasst wurden.

1.2.3 Einführung des Euros und Geschehen bis zum Beginn der Finanzkrise

Die Einführung des Euros 1999 brachte in den Folgejahren weiteres Wachstum für den Repomarkt. Anfangs waren die Spreads und Margen bei den einzelnen Anleihen des Euroraums noch größer und man unterschied nach AAA-gerateten Staatsanleihen wie Deutschland und Frankreich und dem sogenannten Euro General Collateral (Euro GC), das alle Staatsanleihen des Euro-Währungsraumes umfasste. Nach und nach wurden diese Spreads enger, auch aufgrund der sehr guten Liquiditätsausstattung des Marktes. So lief beispielsweise der Spread Deutschland-Italien von circa sechs bis zehn Basispunkten innerhalb von zwei Jahren auf einen Spread von ein bis drei Basispunkten zusammen.

Der Repomarkt etablierte sich als Bindeglied zwischen dem Kapital- und dem Geldmarkt. Die steigenden Emissionen und die damit einhergehenden größeren Volumina der Staatsanleihen wurden mehr und mehr im Repo finanziert wie ebenso die Anlage von Liquidität mehr und mehr besichert getätigt wurde. Zwar gab es in Europa einen sehr großen unbesicherten Geldmarkt, doch die zumeist bilateralen Kreditlinien stiegen nicht im gleichen Maße wie die Emissionsvolumen.

Weiterhin profitierte der Repomarkt vom Einstieg neuer Teilnehmer wie zahlreicher Medium- und Midsize-Banken, institutioneller Investoren, zahlreicher Handelsadressen und vor allem von einem starken Anstieg der Hedgefonds und deren Prime Broker. Das Fondsvolumen (Assets under Management) in Hedgefonds stieg in den Jahren 2002 bis 2006 um das Vierfache an (vgl. Bacher 2007, S. 47). Deren Handelsstrategie war eben nicht nur auf rein festverzinsliche Staatsanleihen ausgerichtet, sondern umfasste auch viele Kreditemissionen, Kreditderivate, Strukturen, Long-Short-Strategien und Multi Assetklassen.

Dies wirkte sich ebenso auf den Repomarkt aus, der in den Jahren zwischen 2001 und 2007 in Bezug auf das gehandelte ausstehende Volumen um mehr als das 3,5-Fache zulegte, wie Abb. 1.1 zeigt.

Überhaupt waren die Jahre nach 2000 bis 2007 von neuen Collateral-Klassen im Repo geprägt. Vermehrt wurden schlechter geratete Assets und komplexe Strukturen refinanziert, zum Teil mit relativ geringen Sicherheitsmargen (Haircut) und häufig hohem Leverage (Hebelwirkung). Die Credit-Märkte waren in diesen Jahren der größte Zuwachsmarkt. Aufgrund der sehr guten Liquiditätsausstattung im Markt waren die Refinanzierungsbedingungen im Repo nahezu optimal. Die Spreads bei diversen Assetklassen, wie Staatsanleihen und Jumbo-Pfandbriefe, schmolzen immer mehr zusammen, so dass bewusst schlechtere Assets refinanziert wurden, um eine gewisse Marge zu erwirtschaften.

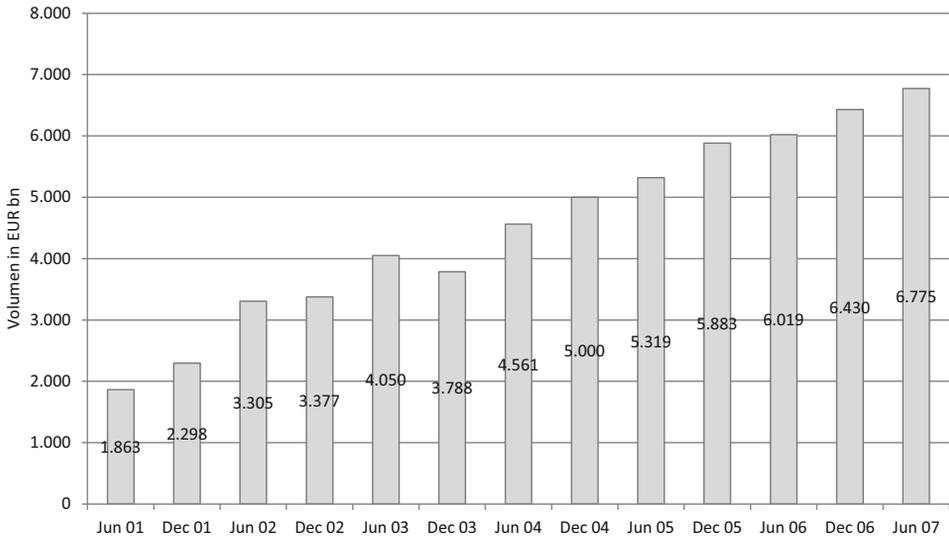


Abb. 1.1 Ausstehendes Repovolumen in den Jahren 2001 bis 2007. (Repo Market Surveys 2001–2007)

Auch kamen neue Märkte mit Emissionen und großem Refinanzierungsbedarf hinzu, mit denen teilweise noch höhere Margen zu erwirtschaften waren, wie in den GUS-Staaten, in Osteuropa, in der Türkei, in Indien und in China sowie in einigen EG-Beitrittsländern. Europaweit versuchte man das Repogeschäft zu harmonisieren. So wurde im Jahr 1999 ein für Europa einheitlicher Vertrag lanciert, das Euro Master Agreement. Eine europaweite Benchmark für besicherte Geldgeschäfte, das sogenannte Eurepo-Fixing, wurde 2002 eingeführt und das European Repo Council veröffentlicht seit 2001 den Repo Market Survey, um Zahlenmaterial bezüglich des Repomarktes für den europäischen Markt bereitzuhalten. Regulatorische Vorschriften nach Basel II bevorzugten das Repo gegenüber einer unbesicherten Geldtransaktion in der Eigenkapitalunterlegung und den Eigenkapitalkosten. Die Qualität und das Rating der Sicherheiten waren zweitrangig, oberste Prämisse war die Besicherung der Transaktion. Somit war es auch möglich, relativ schlecht geratete Wertpapiere größtenteils zu refinanzieren.

Der Repomarkt befand sich somit in einer Phase des stabilen Wachstums, als sich ab dem Frühjahr 2007 die Zahlungsausfälle bei Subprime-Krediten in den USA häuften und in Folge dessen die globale Finanzkrise begann und sich ausweitete.

1.3 Historie der Wertpapierdarlehen und Repos in Deutschland

Mit der Einführung der Deutschen Terminbörse (DTB) und der Möglichkeit, Finanzderivate standardisiert zu handeln, fiel auch der Startschuss für die Wertpapierleihe. Die

Market-Maker an der DTB nutzten die Wertpapierleihe vor allem anfangs zur Absicherung ihrer Positionen, die sie im Rahmen ihrer Market-Making Verpflichtung auf den Büchern hatten.

Zwar boten die Clearingstellen (zentrale Verwahrstellen) wie Cedel, Euroclear und vor allem der Deutsche Kassenverein, bei dem mehr als 90 % der nationalen Aktienbestände und mehr als 70 % der nationalen Rentenbestände lagerten, Wertpapierdarlehen sowohl als Ver- und Entleiher an, doch deren Gebührenmodell war teuer und unflexibel.

Wie auch in anderen Ländern Europas waren es vor allem die deutschen Niederlassungen amerikanischer Investmenthäuser, die das Produkt seit Jahrzehnten in den USA kannten, nutzten und nun in Deutschland aufbauten. Nach und nach kamen die großen deutschen Banken hinzu und etablierten die Wertpapiersachdarlehen.

In den Anfangszeiten war es weniger eine Handelsabteilung als vielmehr eine Einheit, Aktien und Anleihen zu entleihen, um Lieferverzögerungen zu vermeiden und Leerverkäufe seitens des Handels einzudecken. Teilweise waren diese Aufgaben und Tätigkeiten sogar im Backoffice angesiedelt. Zunächst basierte die Nachfrage vor allem auf Standardaktien. Die Rentenpapiere holten schnell auf. Die Einführung des Bundfutures an der LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange) im Jahr 1988 und der wachsende Arbitragehandel zwischen Kassa- und Terminmarkt rief eine große Nachfrage nach deutschen Staatsanleihen hervor.

Der Großteil der entliehenen Wertpapiere blieb nicht im deutschen Markt, sondern ging in das europäische Finanzzentrum nach London, weil dort der Derivatehandel wesentlich größer und somit auch die Nachfrage höher war.

Deutsche Staatsanleihen etablierten sich schnell als Benchmark im europäischen Markt. In den ersten Jahren handelten deutsche Häuser fast ausschließlich Wertpapierdarlehen, häufig ohne Sicherheiten, was sich etwa ab Mitte der Neunzigerjahre änderte. Das hatte zwei Gründe. Die deutschen Banken waren in der Regel sehr gut mit Liquidität ausgestattet und hatten somit keine Notwendigkeit, Repogeschäfte zu tätigen, um sich Geld zu beschaffen. Zudem waren bis 1997 Repos seitens der Bundesbank mindestreservspflichtig und es musste für Liquidität, die von einer ausländischen Bank oder Handelsadresse kam, zwei Prozent Mindestreserve bei der Bundesbank hinterlegt werden. So konnten deutsche Banken aus Deutschland heraus kaum wettbewerbsfähige Reposätze offerieren und von daher war das Geschäft für sie wirtschaftlich wenig sinnvoll.

Einige deutsche Häuser gründeten Handelseinheiten in ihren Londoner Filialen, um von dort aus die Wertpapiere, die sie in Deutschland entliehen hatten, als Repo in den Markt zu geben. Die dabei generierte Liquidität wurde im Repo reinvestiert. 1997 hob die deutsche Bundesbank die Mindestreserve auf Repogeschäfte auf und die Aktivitäten wurden meist wieder nach Deutschland zurückgeholt.

War in den Anfangsjahren vor allem der Zusatzertrag auf speziell nachgefragte Wertpapiere der treibende Faktor, so änderte sich dies ab Ende der Neunzigerjahre dahingehend, dass nun ebenso die Liquidität im Repo besichert aufgenommen und angelegt wurde (das sogenannte General Collateral Business). Somit entstanden Handelstische, die beide Interessen, also den Specials und den GC-Bereich, vereinten. Mit der Einführung des Euros

und den weiter wachsenden Liquiditätsströmen gewannen Repos vor allem auf der Seite der Refinanzierung und der besicherten Geldanlage an Bedeutung. Die deutschen Staatsanleihen waren und sind weiterhin der Maßstab (Benchmark) im europäischen Markt und auch mit Beginn der Finanzkrise änderte sich dieser Status nicht.

Dominierte die Wertpapierleihe anfangs bei Aktien und Renten, so hat sich dies dahingehend geändert, dass im Aktienbereich sowohl im Interbanken-, wie auch im Kundengeschäft der Großteil weiterhin als Wertpapierdarlehen gegen Sicherheiten gehandelt wird. Bei den festverzinslichen Wertpapieren bzw. Bonds überwiegt das Repo im Interbankenhandel, im Kundengeschäft wird ein Großteil des Geschäftes als Wertpapierdarlehen gegen Sicherheiten abgeschlossen. Je nach Intention werden im Kundenhandel ebenso Repogeschäfte getätigt.

Zu Beginn wurden vor allem individuelle Verträge eingesetzt, bis 1994 der erste deutsche Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehensgeschäfte auf den Markt kam. Für Repos existiert seit 1998 der deutsche Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäfte, der als nationaler Vertrag vor allem für rein nationales Geschäft eingesetzt wird. Im internationalen Handel benutzt man mit europäischen Handelspartnern vorwiegend das European Master Agreement (EMA) bzw. mit internationalen Handelspartnern das Global Master Repurchase Agreement (GMRA).

Mit dem stark wachsenden Repomarkt und neuen Sicherheiten waren auch deutsche Jumbo-Pfandbriefe als Collateral des Covered Bond Marktes nachgefragt. Erstmals initiierten im August 1998 verschiedene deutschen Banken für Jumbo-Pfandbriefe, bei denen sie in der Kasse Lead oder Co-Lead Manager waren, ein aktives Market-Making bei einem Emissionsvolumen von mindestens einer Milliarde Euro (inklusive Aufstockung), einer Restlaufzeit von mindestens zwei Jahren und ausreichender Liquidität. Dies hatte es bislang in keiner anderen Assetklasse gegeben.

Ziel war es, das Zusammenspiel zwischen Kassa-, Termin- und Repomarkt zu optimieren, um so die Attraktivität des Jumbo-Pfandbriefes für Investoren und Händler in Europa zu stärken und die Liquidität in diesem Segment sicherzustellen. In den Folgejahren etablierten sich der Jumbo-Pfandbrief und auch das Repo Market-Making. Allerdings änderte sich das mit dem Ausbruch der Finanzkrise: die Nachfrage und das Volumen der Emissionen ging stark zurück und somit wurde auch das Market-Making von den Marktteilnehmern nicht mehr benötigt.

Fazit

Wertpapierdarlehen, auch bekannt als Wertpapierleihe bzw. Securities Lending, und Repos (echte Pensionsgeschäfte) gehören aufgrund ihrer Struktur zu den Geldmarktinstrumenten. Während bei einem Wertpapierdarlehen die Wertpapiere gegen Sicherheiten in Form von Wertpapieren oder Geldzahlung zeitlich limitiert transferiert werden, geschieht der Übertrag der Wertpapiere beim Repo auf Basis eines Verkaufs und Rückkaufs gegen die gleichzeitige Zahlung von Liquidität.