



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**

Frankfurt am Main, 27. September 2001

## **PRESSEMITTEILUNG**

### **DIE POLITISCHE LINIE DES EUROSYSTEMS IM HINBLICK AUF DIE KONSOLIDIERUNG DER WERTPAPIERABWICKLUNG DURCH ZENTRALE KONTRAHENTEN**

Die jüngsten Entwicklungen im Bereich der Wertpapierabwicklung durch zentrale Kontrahenten in Europa haben den EZB-Rat dazu veranlasst, ihre Auswirkungen auf die reibungslose Durchführung geldpolitischer Geschäfte, das reibungslose Funktionieren von Zahlungs- und Abwicklungssystemen und die Stabilität der Finanzmärkte im Allgemeinen zu beurteilen.

Diesbezüglich ist der EZB-Rat zu den folgenden Schlussfolgerungen gekommen:

- a) Aufgrund der möglichen Bedeutung der Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme für die Stabilität des Finanzsystems hat das Eurosystem ein Interesse am Clearing durch zentrale Kontrahenten und ist der Meinung, dass es von grundlegender Wichtigkeit ist, in Zusammenarbeit mit den anderen zuständigen Behörden effektive Risikomanagement-Standards zu schaffen.
- b) Das Euro-Währungsgebiet ist das natürliche geographische Umfeld für eine „heimische“ Infrastruktur (einschließlich Clearing durch zentrale Kontrahenten) für auf Euro lautende Wertpapiere und Derivate. Im Hinblick auf die mögliche Bedeutung von Wertpapierclearing- und -abwicklungssystemen für die Stabilität des Finanzsystems sollte diese Infrastruktur im Euroraum beheimatet sein.
- c) Der Konsolidierungsprozess der Infrastruktur des Clearing durch zentrale Kontrahenten sollte vom privaten Sektor vorangetrieben werden, es sei denn, es gibt klare Anzeichen für ein Marktversagen.

- d) Unabhängig von der letztendlichen Struktur ist es von größter Wichtigkeit, dass der Zugang zu Handels-, Clearing- und Abwicklungsdiensten nicht auf unfaire Weise erschwert wird. Diese Politik eines offenen und fairen Zugangs sollte die Sicherheit, Rechtmäßigkeit und Effizienz der Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme sowie Wettbewerbsgleichheit sicherstellen und eine allzu starke Fragmentierung der Marktliquidität verhindern.
- e) Das Eurosystem unterstützt die Zusammenarbeit zwischen weltweit operierenden zentralen Kontrahenten. Es sollte im Rahmen seines Interesses an der Sicherstellung der reibungslosen Funktionsfähigkeit der weltweiten Systeme für mehrere Währungen einschließlich des Euro in die Überwachung dieser Systeme eingebunden werden.

Darüber hinaus hat der EZB-Rat aus Gründen der Transparenz entschieden, eine umfassende Erläuterung zu diesem Thema zu veröffentlichen, die auf der Website der EZB eingesehen werden kann.

**Europäische Zentralbank  
Presseabteilung**

Kaiserstraße 29, D-60311 Frankfurt am Main  
Tel.: +49 (69) 13 44-7455 • Fax: +49 (69) 1344-7404

Internet: <http://www.ecb.int>

**Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet**



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**

# **DIE POLITISCHE LINIE DES EUROSYSTEMS IM HINBLICK AUF DIE KONSOLIDIERUNG DER WERTPAPIERABWICKLUNG DURCH ZENTRALE KONTRAHENTEN**

## **1. Hintergrund**

Seit der Einführung des Euro 1999 steigt die Nachfrage nach Clearing-Dienstleistungen durch zentrale Kontrahenten. Im Euro-Währungsgebiet sind bereits mehrere zentrale Clearinghäuser tätig, und eine Reihe von Fusionen und Allianzen sind derzeit im Gespräch oder werden umgesetzt. Skalenvorteile und Netzwerkeffekte scheinen für eine stärkere Konzentration zu sprechen. Eine Gruppe von großen internationalen Investmentbanken unterstützt daher den Vorschlag, in Europa nur eine zentrale Clearingstelle für mehrere Währungen und Produkte (Aktien, Anleihen, Derivate und Waren) einzurichten. Es gibt jedoch vor allem im Euroraum keine einheitliche Meinung hinsichtlich der zukünftigen Infrastruktur.

Das Eurosystem verfolgt diese Entwicklungen aufmerksam. Tatsächlich könnte sich die Wertpapierabwicklung durch einen zentralen Kontrahenten auf die reibungslose Durchführung geldpolitischer Geschäfte, das reibungslose Funktionieren von Zahlungs- und Abwicklungssystemen und die Stabilität der Finanzmärkte im Allgemeinen auswirken. Der Konsolidierungsprozess verstärkt die Komplexität der Thematik: Einerseits könnte die Konsolidierung im Clearing durch zentrale Kontrahenten die Effizienz bei der Abwicklung von Wertpapiergeschäften steigern, andererseits nehmen die möglichen Auswirkungen des Ausfalls eines zentralen Kontrahenten auf die Stabilität des Finanzsystems mit dessen Größe zu.

## **2. Grundsätzliche Überlegungen**

### **(a) Notwendigkeit von Risikomanagement-Standards**

Angesichts seiner satzungsgemäßen Verantwortung für die reibungslose Durchführung der Geldpolitik und den störungsfreien Betrieb der Zahlungsverkehrssysteme sowie angesichts seiner Sorge um die Stabilität des Finanzsystems hat das Eurosystem ein Interesse an der Funktionsfähigkeit von zentralen Kontrahenten, die erhebliche auf Euro lautende Beträge verrechnen.

Die Schaffung von Risikomanagement-Standards ist von grundlegender Bedeutung. Diese Aufgabe wird in Zusammenarbeit mit den anderen zuständigen Behörden und insbesondere dem neu ins Leben gerufenen Ausschuss der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden (Committee of European Securities Regulators, CESR) wahrgenommen werden. Initiativen seitens der Marktteilnehmer oder im Rahmen der internationalen Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden haben den Prozess der Schaffung von Standards bereits in Gang gesetzt. So hat zum Beispiel die European Association of Central Counterparty Clearing Houses (EACH) Standards für zentrale Kontrahenten entwickelt, die nun vom Eurosystem beurteilt werden sollten.

### **(b) Notwendigkeit einer „heimischen“ Infrastruktur für den Euroraum**

Währungsräume haben traditionell ihre eigenen Infrastrukturen für Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssysteme, Börsen usw. entwickelt. In diesem Zusammenhang ist es wichtig, klar zwischen „heimischen“ Systemen auf der einen Seite und „internationalen“ (oder „globalen“) Systemen auf der anderen Seite zu unterscheiden. Unter einem „heimischen“ System versteht man ein System, über das hauptsächlich oder ausschließlich auf eine einzige Währung lautende Aktiva verrechnet werden. Ein „internationales“ System hingegen ist ein System, über das gleichzeitig mehrere Währungen verrechnet werden.

Die Definition eines heimischen Systems auf der Grundlage der Währung ermöglicht es den Behörden (und insbesondere dem Eurosystem), ihren die Regulierung und die Überwachung betreffenden Bedenken besser Ausdruck zu verleihen. Der geographische Raum einer Infrastruktur ist in der Praxis das Währungsgebiet, wie sich bei der fortlaufenden Konsolidierung der Börsen, Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssysteme im Euro-Währungsgebiet gezeigt hat. Tatsächlich können Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssysteme Liquiditätsprobleme verursachen, die nur durch die zuständigen lokalen Behörden, insbesondere die Zentralbanken, gelöst werden können. Dies ist heute in den Vereinigten Staaten und Japan der Fall. Angesichts

des derzeit rasch steigenden Bedarfs an Wertpapierclearingdiensten im Euroraum müsste sich nun eine eigene Infrastruktur für den Euro entwickeln.

Eine solche Infrastruktur sollte natürlich im Euro-Währungsgebiet angesiedelt sein, wie es auch bei wichtigen Infrastrukturen in anderen Währungsgebieten der Fall ist. Dies wäre für die Aufsicht von Vorteil und würde das Eurosystem als „Zentralbank“ des Euro dabei unterstützen, die Funktionsfähigkeit der Zahlungsverkehrssysteme, eine effiziente Umsetzung der Geldpolitik und die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten. Die bereits zwischen Zentralbanken bestehenden Abkommen weisen „heimischen“ Behörden eine vorrangige Rolle zu, wie es auch in den internationalen Abkommen zwischen Zentralbanken und möglicherweise mit den Wertpapieraufsichtsbehörden der Fall ist. Solche Abkommen würden eine effiziente Überwachung der im Euro-Währungsgebiet tätigen zentralen Kontrahenten erleichtern. Zudem würde die Bereitstellung von Zentralbankgeld in Euro, falls erforderlich und als angemessen erachtet, vereinfacht, wenn zentrale Kontrahenten im Euroraum niedergelassen wären.

### **(c) Neutralität: Marktkräfte, Kooperation und politische Entscheidungen**

Es gibt eine Reihe von Integrationsformen beim Clearing durch einen zentralen Kontrahenten, wie etwa die Interoperabilität, Allianzen, die Gründung von Gemeinschaftsunternehmen oder Zusammenschlüsse. All diesen Ansätzen ist gemein, dass sie zu einer Verbesserung der Markteffizienz beitragen können. Die Marktteilnehmer müssen nach langfristig optimalen Lösungen suchen, d. h. nach solchen, durch die Skalenvorteile maximiert und die durchschnittlichen Transaktionskosten für die Endnutzer minimiert werden können. Es wird jedoch allgemein anerkannt, dass in der Praxis möglicherweise auf Zwischenlösungen zurückgegriffen werden muss. Zu diesem Zeitpunkt beabsichtigt das Eurosystem, in Bezug auf den letztendlich gewählten Weg zur Erreichung einer verbesserten Effizienz und der optimalen Lösung neutral zu bleiben.

Die drei Hauptantriebsgründe für Marktteilnehmer, sich für effiziente Lösungen bei der Wertpapierabwicklung durch einen zentralen Kontrahenten zu entscheiden, sind der Wettbewerbsdruck, die Kooperation von Marktteilnehmern und gegebenenfalls politische Entscheidungen. Das Eurosystem teilt die Ansicht des „Ausschusses der Weisen“, dass der Konsolidierungsprozess im Allgemeinen vom privaten Sektor vorangetrieben werden sollte, was aber nicht heißen soll, dass nicht auch ordnungspolitische Aspekte zu berücksichtigen sind. Die Behörden sollten zu diesem Prozess beitragen, indem sie unfaire und unbegründete Hindernisse wie rechtliche Hemmnisse oder eine fehlende Standardisierung, die der Integration und dem Wettbewerb im Wege stehen, beseitigen.

#### **(d) Die Bestimmung effizienter Marktstrukturen**

Die Thematik effizienter Marktstrukturen steht in engem Zusammenhang mit der Frage, ob es sich beim Clearing über einen zentralen Kontrahenten um ein natürliches Monopol handelt oder nicht. Eine einzige Infrastruktur würde auf kurze Sicht sicher die Netzwerkeffekte und Skalenvorteile maximieren. Allerdings müssen diese kurzfristigen Vorteile gegen die Ineffizienzen abgewogen werden, die auf lange Sicht durch fehlenden Wettbewerb entstehen können (z. B. das Fehlen von Dynamik und Innovation). In einer Zeit, in der ehemals natürliche Monopole zum Beispiel in den Bereichen Telekommunikation, Energie und Transport abgebaut werden, dürfte die Entstehung neuer Monopole im Finanzsektor fragwürdig sein.

Vertikal integrierte Strukturen, die dem Kunden Handel, Clearing und Abwicklung als Paket anbieten, ermöglichen es den lokalen Märkten, ihre Effizienz durch bessere und preisgünstigere Dienstleistungen zu steigern. Diese integrierten Systeme können allerdings auch einige Nachteile eines mangelnden Wettbewerbs in sich bergen. Die Nachteile können behoben werden, vorausgesetzt die Kunden können zwischen verschiedenen Systemen für Dienstleistungen innerhalb der Wertschöpfungskette (z. B. Handel, Clearing und Abwicklung) wählen. Es ist daher entscheidend, dass der Zugang zu grundlegenden Dienstleistungen, ob vertikal integriert oder nicht, nicht auf unfaire Weise erschwert wird. Beispielsweise sollte im Fall von einheitlichem Eigentum von Handelsplattformen, Clearinghäusern und Abwicklungssystemen der Zugang zu Clearing- und Abwicklungsdienstleistungen nicht von der Nutzung der dazugehörigen Handelsplattform abhängig gemacht werden. Das Eurosystem ist sich bewusst, dass eine vollständige Vernetzung der Handels-, Clearing- und Abrechnungssysteme möglicherweise aufgrund potentieller technischer Probleme nicht leicht erreicht werden kann und darüber hinaus Risiken für die Stabilität des Finanzsystems bergen könnte. Es sei darauf hingewiesen, dass zentrale Clearinghäuser und Abwicklungssysteme nicht dazu gezwungen werden können, Verbindungen aufzubauen, wenn dies nicht wirtschaftlich tragbar ist oder die solide und risikobewusste Funktionsweise des Systems beeinträchtigt. Die Gründe dafür, solche Verbindungen nicht zur Verfügung zu stellen, sollten jedoch nicht so weit gefasst werden, dass sie missbräuchlich angewendet werden können. Schließlich müssen im Zuge eines offenen Zugangs zu grundlegenden Dienstleistungen gleiche Wettbewerbsbedingungen für Dienstleister sichergestellt werden. Insbesondere sollten rechtliche Schwierigkeiten, steuerliche Regelungen mit Vorzugsbehandlung und eine fehlende Standardisierung nicht zu unlauterem Wettbewerb führen.

## **(e) Zusammenarbeit auf globaler Ebene**

Das Vorhandensein nationaler Infrastrukturen verhindert nicht die Entstehung internationaler Infrastrukturen. Die internationalen Infrastrukturen überlagern die inländischen jedoch nur und wurden nicht entwickelt, um diese zu ersetzen.

Das Eurosystem unterstützt die Zusammenarbeit der zentralen Kontrahenten auf globaler Ebene. Rechtliche Durchführbarkeit und Interoperabilität sind in diesem Zusammenhang Schlüsselbegriffe. Interoperabilität bedeutet, gemeinsame Prozessabläufe, Methoden, Protokolle und Netzwerke festzulegen, um die technische Zusammenarbeit von zentralen Kontrahenten zu ermöglichen. Dies würde es zentralen Kontrahenten auf der ganzen Welt ermöglichen, untereinander Verbindungen aufzubauen, so dass Vereinbarungen über Gegenbesicherungen („cross-collateralisation“) und die Verrechnung vergleichbarer Einschüsse („cross-margining“) getroffen werden können. Dies könnte eventuell dazu führen, dass internationale oder globale Clearinghäuser entstehen.

Darüber hinaus sollte das Eurosystem angesichts seines Interesses als Emittent des Euro an der Funktionsfähigkeit von globalen Systemen für mehrere Währungen, über die auf Euro lautende Aktiva verrechnet werden, in die Überwachung dieser Systeme mit einbezogen werden, sobald diese errichtet und in Betrieb genommen werden.

Auf der Grundlage der oben ausgeführten Analyse ist der EZB-Rat zu den folgenden Schlussfolgerungen gekommen:

- a) Aufgrund der möglichen Bedeutung der Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme für die Stabilität des Finanzsystems hat das Eurosystem ein Interesse am Clearing durch zentrale Kontrahenten und ist der Meinung, dass es von grundlegender Wichtigkeit ist, in Zusammenarbeit mit den anderen zuständigen Behörden effektive Risikomanagement-Standards zu schaffen.
- b) Das Euro-Währungsgebiet ist das natürliche geographische Umfeld für eine „heimische“ Infrastruktur (einschließlich Clearing durch zentrale Kontrahenten) für auf Euro lautende Wertpapiere. Im Hinblick auf die mögliche Bedeutung von Wertpapierclearing- und -abwicklungssystemen für die Stabilität des Finanzsystems sollte diese Infrastruktur im Euroraum beheimatet sein.

- c) Der Konsolidierungsprozess der Infrastruktur des Clearing durch zentrale Kontrahenten sollte vom privaten Sektor vorangetrieben werden, es sei denn, es gibt klare Anzeichen für ein Marktversagen.
  
- d) Unabhängig von der letztendlichen Struktur ist es von größter Wichtigkeit, dass der Zugang zu Handels-, Clearing- und Abwicklungsdiensten nicht auf unfaire Weise erschwert wird. Diese Politik eines offenen und fairen Zugangs sollte die Sicherheit, Rechtmäßigkeit und Effizienz der Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme sowie Wettbewerbsgleichheit sicherstellen und eine allzu starke Fragmentierung der Marktliquidität verhindern.
  
- e) Das Eurosystem unterstützt die Zusammenarbeit zwischen weltweit operierenden zentralen Kontrahenten. Es sollte im Rahmen seines Interesses an der Sicherstellung der reibungslosen Funktionsfähigkeit der weltweiten Systeme für mehrere Währungen einschließlich des Euro in die Überwachung dieser Systeme eingebunden werden.