© Schweizerische Gesellschaft für Finanzmarktforschung (pp. 27–38)

KATRIN ALIG*

Das Repo-Geschäft – Eine Innovation am Schweizer Finanzmarkt

1. Einleitung

Im April 1998 konnte mit der Aufnahme des Repo-Handels eine wichtige Lücke auf dem Schweizer Finanzmarkt geschlossen werden. Wegen seiner hohen Sicherheit nimmt das Repo-Geschäft im Ausland bereits seit längerer Zeit an Bedeutung zu und verdrängt das ungesicherte Depotgeschäft zunehmend. Das weltweit ausstehende Repo-Volumen stieg in den vergangenen Jahren auf über 3 Bio. USD an. Die Tatsache, dass der Repo-Handel in der Schweiz erst vor kurzem aufgenommen worden ist, hat in erster Linie einen steuerlichen Grund: Repos unterlagen als Wertpapiergeschäfte bis Anfang 1997 der Stempelsteuer, was sich prohibitiv auf den Handel auswirkte.

Der Entscheid der SNB, das Repo-Geschäft in ihr geldpolitisches Instrumentarium aufzunehmen, war eine weitere Voraussetzung für den Aufbau eines liquiden Repo-Marktes in der Schweiz. Durch die Revision des Nationalbankgesetzes vom November 1997 wurde die SNB ausdrücklich befugt, Repos abzuschliessen. Sie spielte bereits in der Vorbereitungsphase des Repo-Projektes eine aktive Rolle und übte in der Startphase eine Art „Hebammenfunktion" aus, indem sie als aktivste Gegenpartei am Markt auftrat. Damit aber das Repo-Geschäft auch für kleinere Banken eine gangbare Alternative zum ungesicherten Depotgeschäft darstellt, bedurfte es einer weitgehenden Automatisierung der komplexen Abläufe (z.B. Titelauswahl, Weiterleitung der Erträge, Risikomanagement). Die Schweizerische Effekten-Giro AG (SEGA) baute deshalb auf ihrer hochentwickelten Infrastruktur ein Repo-Abwicklungssystem auf, welches eine vollständige Automatisierung des Repo-Geschäfts erlaubt. Sie nimmt damit als „Triparty-Service-Providerin" ebenfalls eine tragende Rolle ein.

Der Schweizer Finanzmarkt konnte mit der Aufnahme des Repo-Handels nicht nur einen Rückstand aufholen, sondern eroberte gleichzeitig eine technologische Führerposition. Die Chancen stehen gut, dass das Schweizer Repo-Geschäft deshalb auch im Ausland einen Durchbruch erzielen wird und sich die ausländischen Bankinstitute demnächst auf diesem Weg direkt mit Schweizer Franken-Liquidität eindecken werden.

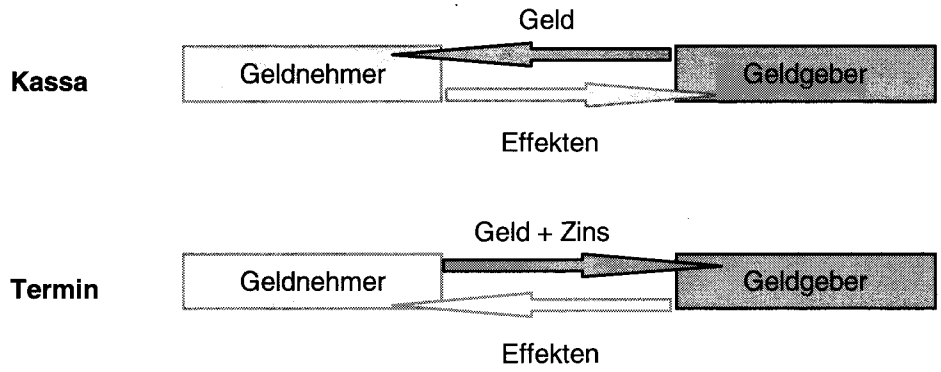
2. Charakteristik des Schweizer Repo-Geschäfts

2.1 Definition des Repo-Geschäfts

Unter einem Repurchase Agreement (Repo) versteht man den Verkauf von Effekten verbunden mit der gleichzeitigen Verpflichtung eines Rückkaufs von gleichen Effekten auf einen bestimmten

* Ich danke Thomas Stucki und Karl Hug für die wertvollen Kommentare. Katrin Alig, Schweizerische Nationalbank, Geldmarkt und Devisenhandel, Börsenstrasse 15, 8022 Zürich, E-Mail: alig.katrin@snb.ch.

Abbildung 1: Das Repo-Geschäft



Termin. Aus wirtschaftlicher Sicht handelt es sich bei einem Repo um ein mit Effekten gesichertes Darlehen.

Das Repo unterscheidet sich in zweierlei Hinsicht von einem gedeckten Kredit: Erstens ist für den Fall, dass die Kursschwankungen auf der Titelseite zu einer Über- oder Unterdeckung des Darlehens führen, ein Margenausgleich vorgesehen, bei welchem die Differenz durch eine entsprechende Lieferung von Titeln oder Geld ausgeglichen wird. Weil dadurch das Kursrisiko beim Geldnehmer bleibt, ist dieser zweitens auch wirtschaftlich Begünstigter von allfälligen Zins- oder Dividendenzahlungen während der Laufzeit.

Grundsätzlich lassen sich zwei Formen des Repo unterscheiden: Das General-Collateral (GC) und das Special Repo. Beim GC handelt es sich um ein Geldmarktgeschäft, bei welchem eine Partei einen Mittelbedarf hat und die Gegenpartei einen Liquiditätsüberschuss plazieren möchte. Weil die verkauften Titel bei dieser Geschäftsart lediglich als Sicherheit dienen, müssen sich die Geschäftspartner nicht auf die einzelne Gattung, sondern nur auf die Qualität der Effekten einigen. Der Geldnehmer kann beliebig wählen aus einem im voraus bestimmten „Korb", welcher Titel einer bestimmten Kategorie umfasst und als GC zugelassen ist. Im Gegensatz dazu handelt es sich bei einem Special Repo um ein Kapitalmarktgeschäft, bei welchem ein bestimmter Titel die Motivation zum Geschäftsabschluss darstellt und das Geld lediglich als Sicherheit dient.

2.2 Rechtliche Grundsätze

Steuerlicher Aspekt

Die Eidgenössische Steuerverwaltung hat per 1.1.97 die Interpretation des Stempelsteuergesetzes in dem Sinne präzisiert, als Repos unter folgenden drei Voraussetzungen als gedecktes Darlehen gelten und daher nicht der Stempelpflicht unterliegen[1]:

1. Bei Schwankungen des Wertschriftenkurses muss ein Ausgleich vorgenommen werden.
2. Alle Zins- und Dividendenzahlungen werden an den ursprünglichen Eigentümer, also den Geldnehmer, weitergeleitet.
3. Es wird ein Repo-Zins vergütet.

Bankengesetzgebung

Als gesicherter Kredit geniesst das Repo-Geschäft eine bevorzugte Behandlung bei den Eigenmittelanforderungen[2], den Bestimmungen zum Klumpenrisiko[3] und dem Liquiditätserfordernis[4]. Sofern die als Sicherheit dienenden Effekten an einer anerkannten Börse oder an einem organisierten Markt gehandelt werden, täglich eine Marktbewertung der Geld- und Titelseite stattfindet und Margenausgleiche erfolgen[5], wird im Gegensatz zum gewöhnlichen Depotgeschäft nur derjenige Teil angerechnet, welcher nicht durch Titel gedeckt ist.

Verbuchung von Repos

Prinzipiell sind folgende drei Verbuchungsarten für Repo-Geschäfte zulässig[6]:

- *Kauf/Verkauf* (Swap): Es findet gleichzeitig ein Kassakauf (-verkauf) und Terminverkauf (-kauf) von Titeln statt. Durch den Eigentumsübertrag werden Geld- und Titelseite bei beiden Parteien in der Bilanz verbucht.
- *Securities Lending and Borrowing* (Wertpapierdarleihe/ -ausleihe mit Bardeckung): Der Geldnehmer leiht Effekten aus und erhält den Geldbetrag als Sicherheit. Daraus erfolgt eine bilanzwirksame Bestandesänderung in den Wertpapieren.
- *Gedeckter Kredit* (Vorschuss gegen Deckung): Effekten werden zur Besicherung eines Kredites verpfändet, d.h. die Titelseite bleibt unverändert, während die Geldseite bilanziert wird.

Wegen ihrer unterschiedlichen Auswirkungen auf die Bilanz, die Unterlegung und die Liquidität, muss die Frage nach der idealen Verbuchungsart für jedes Institut gesondert beantwortet werden. Als Hilfeleistung wurde ein Dokument ausgearbeitet[7], welches es den Banken erleichtern soll, aus den drei möglichen Verbuchungsarten die optimale Variante herauszufiltern.
Das US GAAP[8] regelt die Verbuchung von Repos erst seit Anfang 1998 explizit. Nach dem amerikanischen Standard sind Repos nicht als Kauf/Verkauf zu verbuchen, weil eine Rückkaufsvereinbarung vorliegt[9]. Falls der Geldgeber die erhaltene Deckung an Dritte weiterliefern darf, ist das Geschäft als Securities Lending and Borrowing zu verbuchen, sofern der Geldnehmer kein Substitutionsrecht hat. Liegt hingegen ein Substitutionsrecht[10] vor, so wird das Repo wie ein gedeckter Kredit behandelt. Banken, die ihre Bücher nach US GAAP-Richtlinie führen, müssen die Verbuchungsart in Abhängigkeit der Substitutionsmöglichkeit wählen.

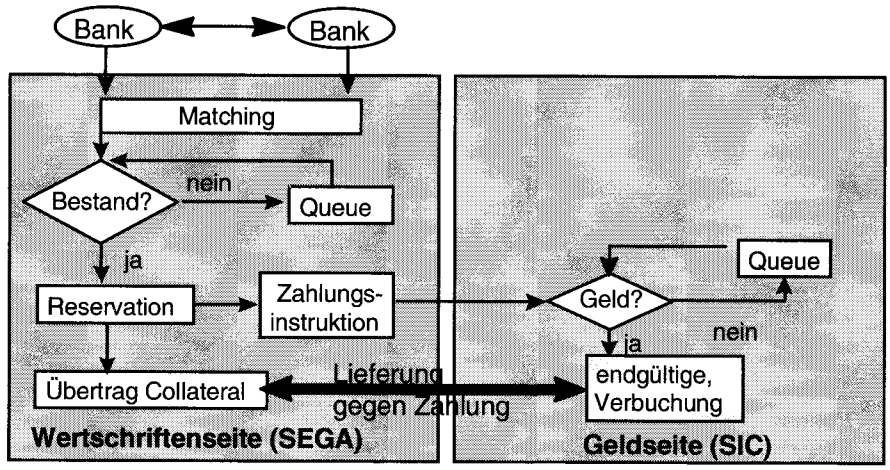
Multilateraler Repo-Rahmenvertrag

Damit eine Bank Repo-Geschäfte abschliessen kann, muss sie den Schweizer Repo-Rahmenvertrag unterzeichnen. Mit der einmaligen Unterschrift dieses Standardvertrages, welcher für alle Teilnehmer identisch ist und stark an das im Ausland häufig angewendeten „Global Master Repurchase Agreement" (GMRA) anlehnt, geht die Bank ein Vertragsverhältnis mit allen bereits bestehenden und noch beitretenden Parteien ein. Die SEGA verwaltet diese Verträge und informiert die Vertragsparteien über Mutationen.
Um die Dienstleistungen der SEGA in einem Triparty-Repo beanspruchen zu können, müssen alle Teilnehmer einen entsprechenden Abwicklungsvertrag unterzeichnen.

2.3 Das Triparty-Repo der Schweiz

Der Schweizer Repo-Markt grenzt sich vom Ausland dadurch ab, dass die Geschäfte grundsätzlich über die SEGA abgewickelt werden. Diese erledigt als sogenannte „Triparty-Service-Providerin" sämtliche Operationen, welche nach dem eigentlichen Geschäftsabschluss anfallen – also bei der „Opening-Transaction", während der Laufzeit und bei der „Closing-Transaction".
Wie einleitend bereits erwähnt wurde, hat die SEGA zu diesem Zweck eine Infrastruktur aufgebaut, welche sämtliche Schritte automatisch aus-

Abbildung 2: Lieferung gegen Zahlung



führt und damit den Schweizer Repo-Markt zu einem weltweit wegweisenden Beispiel macht.

„Opening-Transaction"

Nachdem zwei Parteien ein Repo-Geschäft abgeschlossen und die Instruktionen in das SECOM-System[11] eingegeben haben, übergeben die Repo-Partner das Geschäft bereits in die „Obhut" der SEGA. Das SECOM überprüft automatisch, ob die Anweisungen übereinstimmen („matchen"). Wurde ein GC-Repo abgeschlossen, so wählt der sogenannte „GCselect" selbsttätig aus dem SEGA-Depot des Geldnehmers die zu liefernden Titel nach bestimmten Kriterien (Korb, Laufzeit, Volumen) aus. Er greift auf jene Effekten, welche vom Geldnehmer „geflagged", d.h. von ihm für Repo-Geschäfte frei gegeben wurden. Ist ein ausreichender Titelbestand vorhanden, so werden diese reserviert und eine Zahlungsinstruktion an das SIC[12] gegeben, worauf nach dem Prinzip „Lieferung-gegen-Zahlung" gleichzeitig das Geld dem SIC-Konto des Geldnehmers und die Titel dem SEGA-Depot des Geldgebers eingebucht werden.

Im Hinblick auf den elektronischen Handel, welcher ab 1999 über eine entsprechende Plattform der Schweizer Börse (SWX) möglich sein wird, hat die SEGA GC-Kontrakte standardisiert. Sie wurden definiert nach Laufzeit (Intraday, Overnight, Tom/Next, Spot/Next, eine Woche, zwei Wochen) und nach Fälligkeitstermin (IMM-Daten[13]). Diese Standardisierung dürfte sich positiv auf die Liquidität und die Transparenz des Repo-Handels auswirken.

Während der Repo-Laufzeit

Die SEGA verbucht die bei einem Repo-Geschäft erworbenen Titel im *ordentlichen* Depot des Geldgebers. Die Effekten werden also nicht blokkiert, sondern können vom jeweiligen Eigentümer jederzeit für weitere Repo-Geschäfte eingesetzt werden. Diese Handhabung generiert einen Multiplikatoreffekt, d.h. die titelseitige Liquidität erhöht sich durch die Möglichkeit zur Mehrfachnutzung.

Als weiterer Bestandteil der Titelverwaltung der SEGA werden automatisch sämtliche Verwaltungsoperationen wie Zinszahlungen oder Dividendenausschüttungen, welche an den Geldgeber gelangen, dem Geldnehmer weitervergütet, da dieser wirtschaftlich Begünstigter bleibt.
Das Risiko bei Repo-Geschäften beschränkt sich im Fall einer Zahlungsunfähigkeit auf jenen Teil einer (Geld- oder Titel-)Schuld, welche aufgrund von Kursschwankungen nicht (mit Titeln oder Geld) gedeckt ist. Zur Begrenzung dieses Preisrisikos nimmt die SEGA täglich eine Mark-to-Market Bewertung der Titelseite vor und stellt diese der Geldseite (Darlehen plus aufgelaufenem Repo-Zins) gegenüber. Aus der Summe der Net-to-Risiken aus den einzelnen Repo-Geschäften wird anschliessend die Nettoposition errechnet, welche jeweils zwischen zwei Geschäftspartnern besteht. Sobald diese eine gewisse Limite überschreitet, generiert das SECOM-System automatisch einen Margenausgleich in Form von Effekten oder Geld. Jede Bank kann für jede einzelne Gegenpartei *unilateral* eine Toleranzlimite („Variation-Margin") bestimmen, innerhalb derer Grenzen auf eine Ausgleichslieferung verzichtet wird und ein Risiko in Kauf genommen wird.

„Closing-Transaction"

Nach Ablauf der Repo-Laufzeit generiert das SECOM automatisch die Rücklieferung von Titel- und Geldseite, sofern eine entsprechende Deckung vorhanden ist. Wie bei der „Opening-Transaction" wird das Abwicklungsrisiko wiederum durch das Prinzip „Lieferung-gegen-Zahlung" eliminiert.

3. Repo als Finanzierungsinstrument

Das Repo-Geschäft hat auf den internationalen Finanzmärkten einen hohen Stellenwert und das ungesicherte Depotgeschäft zum Teil verdrängt. Die beiden Schweizer Grossbanken haben sich zum Ziel gesetzt, die Bedeutung des Depots zugunsten des Repos stark einzuschränken. Dadurch wird auch der Druck auf die kleineren Banken zunehmen, sich am Repo-Markt zu beteiligen.

3.1 Vorteile gegenüber anderen Instrumenten

Repos haben gegenüber den übrigen Liquiditätsinstrumenten zahlreiche Vorteile, welche sowohl aus Geldnehmer- als auch aus Geldgebersicht für eine Aufnahme des Repo-Handels sprechen.

Geldgeber

Erstens spart der Geldgeber Eigenmittelkosten, weil er nur jenen Teil seiner Repo-Forderungen mit Eigenkapital unterlegen muss, welche nicht durch Titel gedeckt sind[14]. Durch den täglichen Margenausgleich, welcher automatisch durch die SEGA vorgenommen wird, bewegt sich dieser unterlegungspflichtige Teil („Net-Exposure") im Rahmen der Toleranzlimite, innerhalb derer bei einem Ungleichgewicht zwischen Geld- und Titelseite keine Ausgleichslieferungen vorgenommen wird. Im Gegensatz dazu entstehen dem Geldgeber eines ungedeckten Kredites im Fall einer angestrebten Eigenmittelrendite von 15% Kosten in der Höhe von 0.3%-Punkten[15]. Die gleiche Behandlung gilt auch für die Anrechnung von Forderungen aus Repo-Geschäften beim Klumpenrisiko[16]. Allerdings muss diese durch die höhere Sicherheit bevorzugte Handhabung mit einer tieferen Verzinsung von Repo-Geldern erkauft werden.
Jene Banken, welche über einen kontinuierlichen Liquiditätsüberschuss verfügen, können durch den Abschluss von Repo-Geschäften ihren Handlungsspielraum deutlich ausweiten, weil die Kreditlimiten über das Repo-Geschäft deutlich weniger stark beansprucht werden. Es liegt im Ermessen jedes einzelnen Institutes, den Kreis von möglichen Geschäftspartnern für Repo-Geschäfte generell auszuweiten, weil durch die Titellieferung und die täglichen Margenausgleiche das Ausfallrisiko praktisch ausgeschaltet und deshalb die Bonität des Geldnehmers in den Hintergrund gedrängt wird.

Geldnehmer

Durch die höhere Sicherheit von Repo-Darlehen liegt die Verzinsung von Repo-Geldern unter derjenigen von unbesichertem Depotgeld. Dadurch spart der Geldnehmer Refinanzierungskosten. Die Öffnung der SNB ermöglicht theoretisch allen Banken im In- und Ausland den direkten Zugang zu Notenbankliquidität. Dadurch wird die Marktdominanz der beiden Grossbanken im CHF-Geschäft beschränkt.
Weil der Geldgeber zur Begrenzung des Gegenparteienrisikos weniger an die bisherigen Limiten gebunden ist, erweitert sich der Kreis der möglichen Gegenparteien auch für den Geldnehmer. Insbesondere jenen Instituten, welche sich bisher wegen ihrer minderen Bonität nur erschwert und unter ungünstigen Konditionen refinanzieren konnten, eröffnen sich durch Repos neue Perspektiven.
Analog der bankengesetzlichen Bestimmungen zur Eigenmittelunterlegung und zum Klumpenrisiko müssen Verpflichtungen aus dem Repo-Interbankenhandel nur in der Höhe des Totalbetrages aller Nettopositionen mit Kassenliquidität unterlegt werden[17].

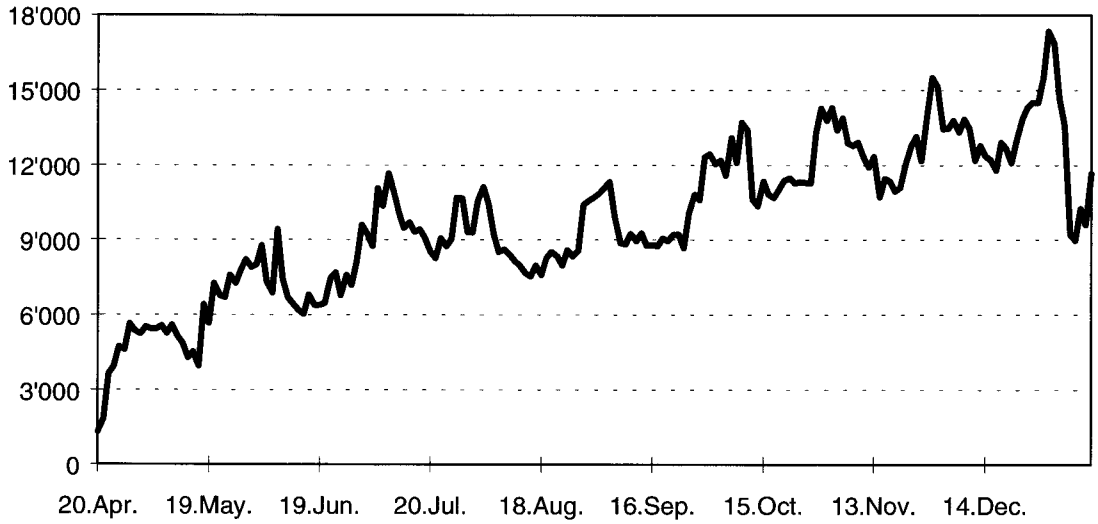
3.2 Der Repo-Handel

In den ersten Monaten beschränkte sich der Repo-Handel fast ausschliesslich auf die Transaktionen der SNB. Seit der Einführung der Repo-Vollversion im Oktober 1998 und mit der kontinuierlich steigenden Zahl von Vertragsparteien – Ende 1998 waren es rund vierzig – war bereits eine Belebung des Interbankenhandels zu beobachten. Allerdings haben einige Institute zwar den Rahmenvertrag unterschrieben, sind aber aufgrund technischer Probleme oder ungelöster buchhalterischer Fragen noch nicht aktiv.
Momentan wird der Handel noch telefonisch abgeschlossen. Mitte 1999 wird die Schweizer Börse eine Plattform für den elektronischen Repo-Handel (RepoSWX) zur Verfügung stellen. Um den Teilnehmerkreis u.a. auch aus Liquiditätsüberlegungen möglichst breit zu halten, wird RepoSWX vom Börsenhandel unabhängig sein. Dadurch ist der Marktzugang nicht auf Mitglieder der Schweizer Börse beschränkt. Durch den Wegfall einer Eintrittsgebühr müssen die hohen Investitionskosten der SWX durch ein möglichst grosses Transaktionsvolumen gedeckt werden. Aus diesem Grund soll der Handel auch auf der *Geld*seite auf Fremdwährungen ausgedehnt werden, damit möglichst rasch auch internationale Teilnehmer von den Dienstleistungen der SWX profitieren können. Durch das im elektronischen Handel zur Verfügung stehende Limitensystem kann der Kreis der Geschäftspartner und das Volumen pro Gegenpartei den individuellen Bedürfnissen angepasst werden.
Im Hinblick auf die Einführung des elektronischen Handels wurde bereits in der Anfangsphase eine Standardisierung bezüglich der Kontrakte und der lieferbaren Titel geschaffen. Wie bereits unter Kapitel 2.3 beschrieben, hat die SEGA Kontrakte mit unterschiedlicher Laufzeit und unterschiedlichem Fälligkeitstermin definiert. Die Kontraktgrösse beträgt 1 Mio. Schweizer Franken. Als Sicherheit können alle Titel aus dem SNB-Korb[18] geliefert werden. Mit der Aufnahme des internationalen Repo-Geschäfts Mitte 1999 werden durch die Berücksichtigung von Fremdwährungen auf der Geld- und der Titelseite weitere Kontrakte geschaffen.

4. Repo als geldpolitisches Instrument

Die SNB hatte ein starkes Interesse an der Entstehung eines Schweizer Repo-Marktes, weil sie davon einen positiven Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes erwartete und ihren geldpolitischen Handlungsspielraum durch die Aufnahme des Repo-Handels erweitern wollte. Sie arbeitete bei der Realisierung und Förderung eng mit der SEGA und den Banken zusammen und ist seit der Lancierung im April 1998 im Repo-Handel aktiv.

Abbildung 3: Repo-Forderungen der SNB (in Mio. CHF)



Wie alle Marktteilnehmer wickelt auch die SNB ihre Geschäfte über die SEGA als Drittpartei ab. Indem sie den Banken praktisch täglich über das Repo Liquidität offerierte, übernahm die SNB am Anfang als wichtigste Marktteilnehmerin eine Katalysatorfunktion.

4.1 Vorteile gegenüber den bisherigen Instrumenten

Das bisherige Instrumentarium der SNB war hinsichtlich der Risiken, des Liquiditätspotentials und des Kreises der potentiellen Geschäftspartnern unbefriedigend. Die Nationalbank erkannte, dass das Repo unter allen drei Aspekten eine ideale Ergänzung darstellt.

Repos sind sicher, weil das Kreditrisiko durch die Deckung mit Wertpapieren, das Marktrisiko durch den täglichen Margenausgleich und das Abwicklungsrisiko durch die „Zug-um-Zug" Abwicklung minimiert wird. Indem der SNB-Korb[19] mit den lieferbaren Effekten momentan ein Volumen von knapp 200 Mrd. CHF umfasst, ist auch die titelseitige Liquidität bei Repos sichergestellt. Weiter wird der Kreis der potentiellen Gegenparteien deutlich ausgeweitet, weil einerseits alle Repo-Vertragsparteien – auch ausländische – Zugang zur Notenbankliquidität erhalten und anderseits die minimale Kontraktgrösse mit 1 Mio. CHF so tief angesetzt wurde, dass auch kleine Banken direkt mit der SNB Geschäfte abschliessen können.

Devisenswaps

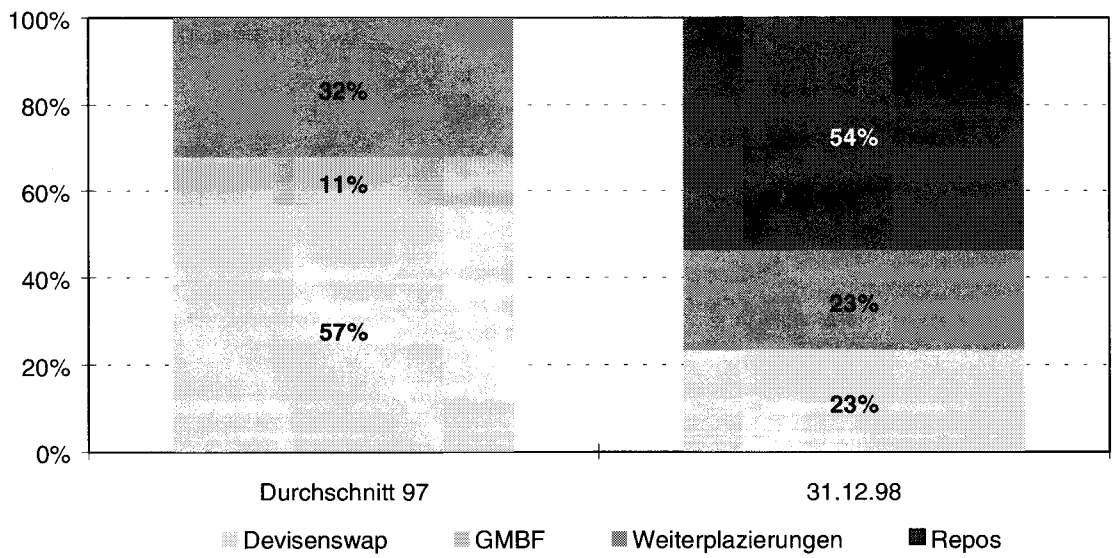
Die Devisenswaps waren in den vergangenen Jahren wegen ihrem ausserordentlich hohen Liquiditätspotential das wichtigste geldpolitische Werkzeug der SNB. Allerdings sind sie nicht ganz risikolos. Einerseits sind sie mit dem Abwicklungsrisiko verbunden, da die SNB die Girokonti der Gegen-

partei gutschreibt, bevor sie eine Bestätigung über den Erhalt des entsprechenden Fremdwährungsbetrages bei der Korrespondenzbank erhalten hat. Im Falle von USD/CHF-Swaps ist das Risikofenster durch die Zeitverschiebung immer mindestens während einem Valutatag geöffnet. Zweitens sind Devisenswaps mit einem sekundären Marktrisiko verbunden, weil allfällige Wechselkursbewegungen während der Laufzeit nicht ausgeglichen werden. Bei einem Ausfall der Gegenpartei und einem gleichzeitigen Kursrückgang der Fremdwährung, kann die SNB die übernommenen Devisen nur mit einem Kursverlust verkaufen.
Neben dem Risikoaspekt sind Devisenswaps auch unter dem Blickwinkel der Liquiditätsverteilung nicht optimal. Der Kreis der potentiellen Gegenparteien beschränkt sich auf jene Banken, welche international operieren und über Devisenbestände verfügen.

Offenmarktgeschäfte mit GMBF

Bei den GMBF[20]-Offenmarktoperationen (Swaps oder Käufe) bestanden Restriktionen hinsichtlich der Liquidität und des Kreises der Gegenparteien. Insbesondere erschien die Abhängigkeit vom Finanzierungsbedarf des Bundes ein grosser Nachteil, weshalb diese Geschäfte kurz nach der Einführung des Repo aus dem Instrumentarium gestrichen wurden.
Weil GMBF aber auch bei Repo-Geschäften eingesetzt werden können, bleiben sie für die Banken nach wie vor eine beliebte Refinanzierungsquelle.

Abbildung 4: Bedeutung der geldpolitischen Instrumente



Weiterplazierungen von Bundesanlagen

Die SNB kann jene Gelder, welche der Bund bei ihr mit einer maximalen Laufzeit von zwei Jahren anlegt, bei den Banken weiterplazieren. Damit kann sie den Liquiditätsabfluss kompensieren, welcher sich vorgängig durch die Zahlungen von den Banken an den Bund ergeben hat. Eine eigentliche Liquiditäts*schaffung* ist mit dem Einsatz dieses Instrumentes allerdings nicht möglich.
Weil die SNB von Gesetzes wegen nicht befugt ist, den Banken Kredite zu gewähren, erfolgen die Weiterplazierungen auf das Risiko des Bundes. Aus diesem Grund bestimmt der Bund, welchen Banken die SNB auf diesem Weg Liquidität zurückführen darf und innerhalb welcher Limiten dies zu erfolgen hat. Durch diese Handhabung ist der Kreis der Gegenparteien wiederum begrenzt.
Vor diesem Hintergrund wird klar, warum die SNB ein vitales Interesse am Aufbau eines Repo-Marktes in der Schweiz hatte und seit April ihre geldpolitischen Ziele mehrheitlich über dieses Instrument implementiert. Wie Abbildung 4 zeigt, hat sich die Bedeutung der einzelnen Instrumente innert weniger Monate markant verschoben.

4.2 Die Implementierung mit dem Repo-Geschäft

Die Giroguthaben der Banken stehen im Zentrum der Geldmengensteuerung. Indem die SNB deren Niveau direkt bestimmt, beeinflusst sie insbesondere die kurzfristigen Geldmarktsätze.
Die Banken halten bei der SNB unverzinsliche Giroguthaben, weil sie diese Liquidität erstens brauchen, um ihre Zahlungen im SIC abwickeln zu können und um zweitens ihre bankengesetzlichen Liquiditätsanforderungen[21] zu erfüllen.
Die SNB prognostiziert täglich die Entwicklung der Giroguthaben der nächsten Tage und entscheidet aufgrund dieser Planung, wieviel Liquidität sie mit ihren Operationen den Banken zuführen wird. Sie gibt ihre Massnahmen und Konditionen täglich Punkt neun Uhr den anrufenden Banken telefonisch bekannt. Die Banken nennen unverzüglich ihren Mittelbedarf und die SNB teilt die Beträge in Form eines Mengentenders sofort zu. Je nachdem, ob diese Angebote über oder unter dem geplanten Volumen liegen, erfolgt die Zuteilung gekürzt oder im vollen Umfang.

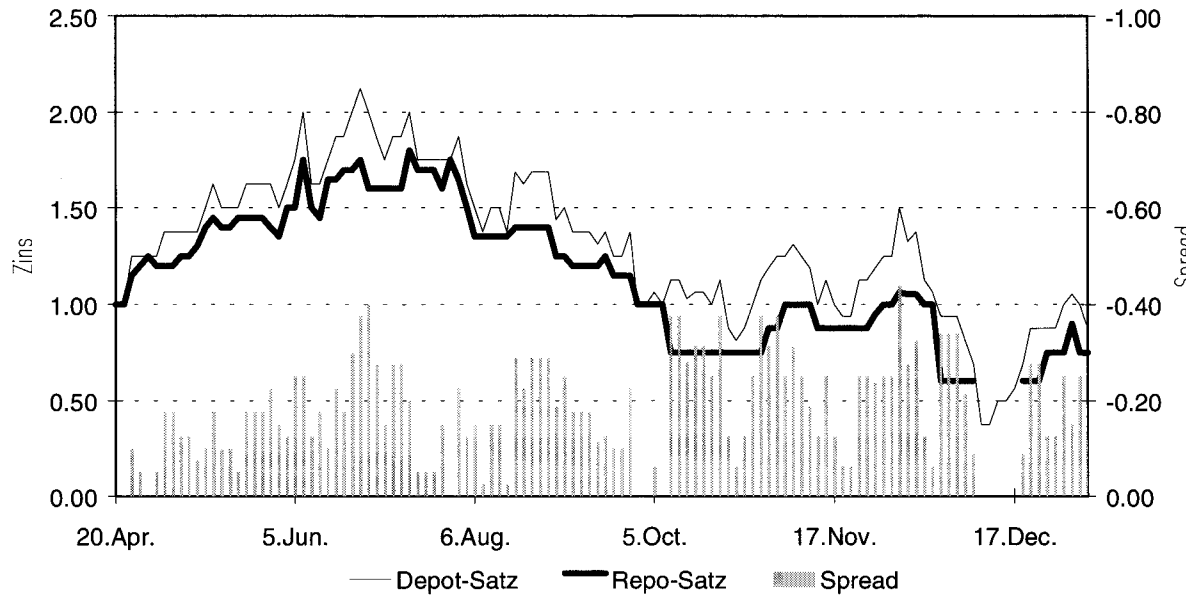
Repo-Auktionen

Die SNB hat sich die grösstmögliche Flexibilität bewahrt, indem weder Auktionsrhythmus, noch Laufzeit oder Repo-Satz fixiert sind[22]. Die Häufigkeit der Repo-Auktionen und die Geschäftslaufzeit richten sich nach den Liquiditätsbedürfnissen; der Repo-Satz orientiert sich grösstenteils an den Marktverhältnissen. Damit die SNB praktisch täglich handlungsfähig bleibt und am Markt präsent sein kann, werden Repo-Geschäfte wie im Ausland meistens mit einer Laufzeit von weniger als einem Monat angeboten. Der Repo-Zins liegt immer unter dem Preis für ungesicherte Depotgeschäfte. Meistens glättet die SNB starke Zinsfluktuationen, indem sie den Repo-Spread in Phasen rasch steigender Zinssätze etwas höher und bei einem Zusammenbruch der Sätze etwas tiefer ansetzt.

Einsatzmöglichkeiten

Repo-Geschäfte sind für die SNB das vielseitigste geldpolitische Instrument, weil damit erstens die Schaffung und die Abschöpfung von Liquidität möglich ist und zweitens durch ein Laufzeitenspektrum von einem Tag bis zu mehreren Mona ten sowohl die Feinsteuerung als auch die Sockelfinanzierung vorgenommen werden kann.
Wegen seiner flexiblen Handhabung kann die SNB über das Repo auch unerwünschten Wechselkurs entwicklungen entgegenwirken oder eine geldpolitische Kursänderung einleiten. So bot die SNB beispielsweise anfangs Oktober, als der CHF unter starken Aufwertungsdruck geriet, über das Repo solange günstige Liquidität an, bis sich die Nachfrage nach CHF wieder normalisiert hatte. Genauso reagierte die SNB auf die Zinssenkung im

Abbildung 5: Repo-Spread[23]



EWU-Raum von Anfang Dezember, indem sie Repo-Gelder entsprechend günstiger anbot.

Trotz den erheblichen Verbesserungen, welche sich durch den Einsatz von Repo-Geschäften bei der Implementierung der Geldpolitik erzielen lassen, haben die beiden anderen Instrumente auch in Zukunft ihre Daseinsberechtigung. Sie sind einerseits nötig, weil die Banken nur in begrenztem Umfang über lieferbare CHF-Titel verfügen und dadurch – zumindest in der Anfangsphase – die Liquiditätsschöpfung über Repo-Geschäfte an Grenzen stösst. Andererseits wäre angesichts der hohen volkswirtschaftlichen Verantwortung der SNB eine vollständige Abhängigkeit von einem externen System unvernünftig.

Der SNB-Korb

Weil die SNB gesetzlichen Vorschriften[24] unterworfen ist, kann sie nicht alle Titel bei einem Repo-Geschäft akzeptieren und darf insbesondere auch keine Aktien entgegennehmen. Sie hat deshalb einen Korb aus Effekten definiert, welche hinsichtlich Liquidität und Schuldnerbonität gewisse Minimalanforderungen erfüllen und im Repo-Handel mit der SNB als GC geliefert werden dürfen. Die Kriterien lauten momentan wie folgt:

1. Die Titel müssen auf Schweizer Franken lauten. Liberierung, Zins- und Rückzahlung müssen in Schweizer Franken erfolgen.
2. Die Titel müssen an einer anerkannten Börse oder an einem repräsentativen Markt gehandelt werden und durch SEGA/Intersettle lieferbar sein.
3. Es werden nur Titel aus Emissionen mit einem Volumen von mindestens 100 Mio. CHF zugelassen, weil die fehlende Liquidität eine adäquate Marktbewertung erschweren würde.
4. Akzeptiert werden folgende *Titelkategorien*:

- Anleihen mit festem oder variablem Zinssatz
- Optionsanleihen (ex Option)
- GMBF

Nachrangige Anleihen und Wandelanleihen sind nicht im Korb berücksichtigt.

5. Akzeptiert werden folgende *Schuldnerkategorien*:
   - Bund, Kantone und Gemeinden (inkl. Emissionszentralen)
   - Andere Schuldner mit ausdrücklicher Garantie des Bundes oder eines Kantons
   - Schweizer Pfandbriefzentralen
   - Ausländische Staaten (Zentralverwaltungen) mit Mindest-Rating[25]
   - Andere Schuldner mit Garantie eines ausländischen Staates und Mindest-Rating
   - Internationale Organisationen mit Mindest-Rating
   - Ausländische Banken mit Mindest-Rating

Weiter gilt, dass der Geldnehmer keine eigenen Titel oder solche der gleichen wirtschaftlichen Einheit liefern darf (Beteiligung von mind. 20%). Von dieser Regelung ausgenommen sind Beteiligungen an Pfandbriefanstalten. Hingegen darf eine Bank auch von Kunden geliehene Titel verwenden, sofern ein entsprechender SLB-Vertrag unterzeichnet wurde.
Der SNB-Korb wurde bewusst breit definiert, damit er auch im GC-Handel der Banken angewendet wird und dadurch ein Splitting der Liquidität auf mehrere Körbe verhindert werden kann. Der SNB-Korb umfasst momentan Titel mit einem Gesamtvolumen von knapp 200 Mrd. CHF.

4.3 Ausblick

RepoSWX

Durch die kontinuierlich wachsende Zahl der Geschäftspartner sind die Repo-Auktionen längerfristig nicht mehr über das Telefon durchführbar. Die SNB wird deshalb den Handel ab Frühjahr 99 auf die elektronische Plattform der Börse verlagern, sofern diese ihren Anforderungen entspricht.
Das Auktionsverfahren bleibt davon unberührt. Die SNB sendet an alle oder an einzelne Banken eine Interessensbekundung, worauf jene entweder gar nicht oder mit einer verbindlichen Offerte reagieren. Auch im elektronischen System können die Angebote gekürzt werden.

RepoInternational

Die SNB hat beschlossen, sich im Hinblick auf diesen Mitte 99 startenden Projektschritt auch für ausländische Banken zu öffnen. Zur Gewährleistung der „Zug-um-Zug" Abwicklung muss die Bank allerdings SIC- und SEGA-Mitglied sein. Weil ausländische Institute meistens nicht über CHF-Bonds verfügen, wird die SNB auch Fremdwährungstitel akzeptieren, sofern diese von der SEGA verwaltet werden.
Durch diese offensive Haltung hat sich die Aussicht auf einen – nicht zuletzt auch internationalen – Durchbruch des Schweizer Repo-Handels nochmals deutlich verbessert. Die Liquidität, welche als entscheidender Erfolgsfaktor angesehen wird, kann dadurch sowohl titel- als auch geldseitig massgeblich erhöht werden.

Fussnoten

[1] Merkblatt S-02.140, Ziff I (11.96)
[2] Art. 12g Bankenverordnung
[3] Art. 21i Bankenverordnung
[4] Schreiben der EBK und der SNB vom 28. Mai 1998 und Art. 15–20 Bankenverordnung
[5] Art. 12g Bankenverordnung
[6] Richtlinien EBK zu den Rechnungslegungsvorschriften für Banken und Effektenhändler Art. 23 bis 27 Bankenverordnung. Gem. Art. 49 ist die Verbuchungsart im Anhang offenzulegen.
[7] WECHSLER Dr. R.: Das Repo-Geschäft – Eine Innovation am Schweizer Finanzmarkt. Aspekte der Verbuchung und Unterlegung von Repos.
[8] Generally Accepted Accounting Practices
[9] Art. 9 FASB125
[10] Die Gegenpartei kann übertragene Titel jederzeit durch andere Vermögenswerte ersetzen.
[11] SECOM = SEga COMmunication System
[12] Swiss Interbank Clearing
[13] Dritter Mittwoch jedes Monats
[14] Bankenverordnung, Art. 12g
[15] 25% (Risikoanrechnungsfaktor Banken OECD-Raum, 1 Jahr Laufzeit)* 8% (Eigenmittelquote)* 15% (Eigenmittelrendite)
[16] Bankenverordnung, Art. 21i
[17] Schreiben der EBK und SNB vom 28. Mai 1998
[18] Siehe dazu Kapitel 4.2
[19] Siehe dazu Kapitel 4.2
[20] Geldmarktbuchforderungen des Bundes, Laufzeit meistens drei, sechs oder zwölf Monate
[22] Gem. Bankenverordnung Art. 19 müssen die Banken im Durchschnitt einer Liquiditätsperiode (vom 20. bis zum 19. des folgenden Monats) mindestens 2.5% ihrer kurzfristigen Verbindlichkeit in Form von Kassaliquidität (Bargeld, PC- oder Giroguthaben) halten.
[23] Dieses Vorgehend unterscheidet sich deutlich vom System der deutschen Bundesbank, wo wöchentlich einmal Repo-Geschäfte mit einer zweiwöchigen Laufzeit und einem im voraus bestimmten Satz angeboten werden.
[24] Die Entwicklung des Depot-Satzes basiert auf geschätzten Werten und dient lediglich zur Veranschaulichung.
[25] Nationalbankgesetz Art. 14.
[26] A (Standard & Poors), A2 (Moody's). Titel mit einem Mindest-Rating, bei welchen eine Zurückstufung geprüft wird, sind nicht zugelassen.

Literatur

COTTIER, P. (1998): „Das Repo – ein neues geldpolitisches Instrument", Quartalsheft SNB 3/1998, pp. 34–45.
WECHSLER, R. (1998): Das Repo-Geschäft – Eine Innovation am Schweizer Finanzmarkt. Leitfaden. Hrsg. von SBVg, SNB, SWX, SEGA, Intersettle.
WECHSLER, R. (1999): Das Repo-Geschäft – Eine Innovation am Schweizer Finanzmarkt. Aspekte der Verbuchung und Unterlegung von Repos. Bisher unveröffentlichte Ausgabe.