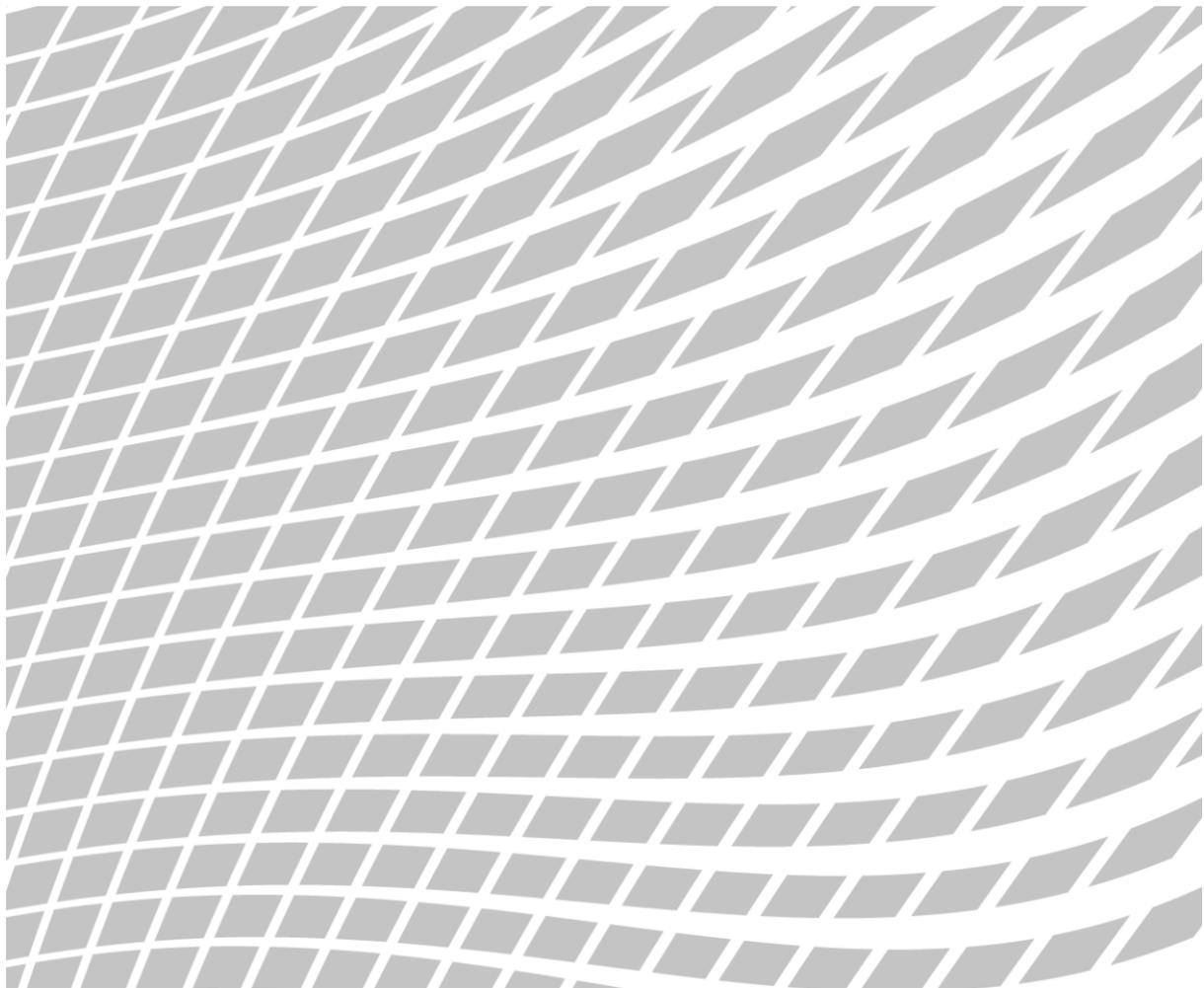


Oktober 2009

Securities Lending and Borrowing

unter dem Blickwinkel von aufsichtsrechtlichen Liquiditätsvorschriften und Anlegerschutz

Erläuterungsbericht zum Entwurf eines Rundschreiben der FINMA



Inhaltsverzeichnis

Kernpunkte.....	3
1 Einleitung.....	4
2 Grundlagen der SLB- und Repo-Geschäfte in der Schweiz	5
2.1 SLB-Geschäft	5
2.2 Repogeschäft	7
3 Bedeutung der SLB-Geschäfte für die Banken.....	7
4 Bedeutung der SLB-Geschäfte für die SNB	8
4.1 Repo als geldpolitisches Instrument	8
4.2 Bedeutung des SLB-Geschäftes für die Geldpolitik	9
4.3 Bedeutung des SLB-Geschäftes für die Finanzmarktstabilität.....	9
5 Wertschriftendarlehen im schweizerischen Recht.....	10
5.1 Zustimmung des Lenders.....	11
5.2 Risikoaufklärung.....	11
5.3 Besicherung	12
5.4 Abrechnung.....	12
6 Rechtsvergleich mit ausländischen Finanzplätzen.....	12
6.1 Übersicht	13
6.2 Zustimmung des Anlegers.....	14
6.3 Risikoaufklärung.....	14
6.4 Besicherung	15
6.5 Abrechnung.....	15
6.6 Beurteilung der Unterschiede zum Schweizer Recht.....	16
7 Aufsichtsrechtliche Problematik.....	17
7.1 Funktionsweise der Liquiditätsvorschriften	17
7.2 Auswirkungen der SLB-Geschäfte auf die Liquidität.....	17
7.3 Ungedeckte SLB-Geschäfte im Krisenfall	18
7.4 Gläubigerschutz (Aufklärung, Zustimmung, Entschädigung).....	19
7.5 Systemstabilität	20
8 Handlungsbedarf und -optionen	21
9 Erläuterungen zum Rundschreiben-Entwurf	21
9.1 Grundkonzept des Rundschreibens.....	21
9.2 Regeln zum Anlegerschutz	22
9.3 Regeln zu den Liquiditätsvorschriften	24
10 Auswirkungen der neuen Regulierung.....	25
Anhang: Entwurf Rundschreiben	

Kernpunkte

Das Wertschriftendarlehen („Securities Lending and Borrowing“; „SLB“) hat sich in den letzten Jahren zu einem wichtigen Instrument der Effektenmärkte entwickelt. Es erfüllt legitime wirtschaftliche Bedürfnisse der Banken und des Marktes. Das Volumen der geborgten Titel ist bedeutend und erreicht die Grössenordnung von einem Fünftel der kurzfristigen Verbindlichkeiten des Bankensystems. Das SLB wird sowohl mit als auch ohne Deckung abgewickelt. Der Anteil der vor allem von Privat- und Firmenkunden ohne Deckung geborgten Titel ist erheblich. Volumenmässig dominiert aber das gedeckte SLB, das die Banken vor allem mit anderen Banken und institutionellen Kunden tätigen.

Das SLB ist unter anderem Quelle zur Beschaffung von Effekten für den geldpolitisch wichtigen Repomarkt. Das Repogeschäft hat sich auch in ausserordentlichen Situationen für die Zins- und Liquiditätssteuerung durch die Schweizerische Nationalbank bewährt.

Verschiedene Banken bieten ihren Kunden die Teilnahme an SLB-Programmen an. Dabei geben die Kunden der Bank zum Voraus ihre Zustimmung, dass diese nach den Bedürfnissen des Marktes Titel aus ihren Depots borgen kann. Die Kunden werden durch einen Darlehenszins („lending fee“) entschädigt.

Die Banken sind aufgrund von Vorgaben des Zivilrechts und der FINMA gehalten, die Kunden zum voraus angemessen über die Risiken des SLB aufzuklären. Ein Risiko liegt darin, dass der Kunde das Eigentum an seinen Titeln verliert und stattdessen lediglich einen Rückererstattungsanspruch gegen seine Bank erwirbt. Im Krisenfall kann dies zu Verlusten führen. Die FINMA hat zwar grundsätzlich die nötigen gesetzlichen Instrumente, um im Krisenfall die erforderlichen Massnahmen auch im Bereich des SLB zu treffen. Zu erhöhen ist hierfür aber die Transparenz gegenüber der FINMA betreffend Umfang und Entwicklung des SLB-Geschäfts, damit eine mögliche Krisensituation rechtzeitig erkannt werden kann. Gleichzeitig haben aber auch die Banken selbst im Rahmen ihres Risikomanagements möglichen Interessenkonflikten in Zeiten angespannter Liquidität Rechnung zu tragen.

Der Bericht schlägt vor, ein Rundschreiben der FINMA zum SLB zu erlassen. Zum einen soll darin geklärt werden, wie das SLB unter den geltenden Liquiditätsvorschriften zu behandeln ist. Zum anderen sollen die Gläubiger und Anleger bezüglich SLB durch konkretisierte Anforderungen an ihre Aufklärung, den Inhalt der Rahmenverträge, die Abwicklung und die Abrechnung geschützt werden. Angesichts der damit verbundenen Risiken soll ungedecktes SLB für nicht qualifizierte Anleger eingeschränkt werden.

1 Einleitung

Verschiedene Banken bedienen sich heute des **Securities Lending and Borrowing (SLB)**. Die im Rahmen dieser Geschäfte von den Kunden ausgeliehenen Wertschriften (Wertschriftendarlehen) werden neben der Erfüllung von Lieferverpflichtungen, der Abdeckung von Short-Positionen und der Verfolgung von Handelsstrategien zu einem bedeutenden Teil für Repo-Geschäfte (Wertpapierpensionsgeschäfte) mit der Schweizerischen Nationalbank (SNB) verwendet. Dabei können SLB-Geschäfte **in gedeckter, aber auch ungedeckter Form** abgeschlossen werden.

Die Eidgenössische Bankenkommision (EBK) hatte bereits in ihrem Jahresbericht 2002 (S. 47 f.) darauf hingewiesen, dass es nicht zulässig sein kann, Kunden über die Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB) automatisch an einem SLB-Programm teilnehmen zu lassen, soweit diese nicht ausdrücklich darauf verzichten (sog. "opting-out"). Demnach setzt die Teilnahme an einem SLB-Programm die ausdrückliche Zustimmung des Kunden voraus. Unklarheiten bestehen aber weiterhin darüber, welche Formvorschriften und Informationspflichten dabei einzuhalten sind. Zudem stellt sich die Frage, ob für ungedeckte und gedeckte SLB-Geschäfte unterschiedliche Voraussetzungen Anwendung finden.

In einem gemeinsamen Schreiben vom 5. Juni 2003 haben EBK und SNB bereits dazu Stellung genommen, wie Repo-Geschäfte unter den Liquiditätsvorschriften zu behandeln sind. Verschiedene Anfragen von Banken zeigten nun aber, dass nicht nur bezüglich liquiditätsmässiger Behandlung von Repo-Geschäften weiterhin Unklarheiten bestehen. Die Banken signalisierten dabei insbesondere auch ihr Bedürfnis, Klarheit betreffend der **Behandlung von SLB-Geschäften unter den Liquiditätsvorschriften** zu erhalten.

Mit dem vorliegenden Erläuterungsbericht werden die Grundlagen der SLB- und Repo-Geschäfte dargestellt, der Regulierungsbedarf geprüft und Regelungsmöglichkeiten aufgezeigt. Dabei wird neben **ökonomischen Aspekten** und den Fragen rund um den **Gläubigerschutz** auch das **Bedürfnis nach robusten, rechtlich gesicherten Vertragsverhältnissen** angemessen berücksichtigt. Schliesslich wird eine konkrete Regelung in einem Rundschreiben der FINMA vorgeschlagen.

Das Rundschreiben ist auch im Kontext zu anderen regulatorischen Entwicklungen zu sehen. Einerseits zur Reform der heute anwendbaren Liquiditätsvorschriften, die zunächst jedoch nur für die Grossbanken ein neues Liquiditätsberechnungsmodell vorsieht. Bis zu einer Liquiditätsreform, die für alle Banken die heute anwendbaren Liquiditätsvorschriften ersetzt, wird es noch einige Zeit dauern. Bis dahin ist eine einheitliche Regelung für die Behandlung von SLB- und Repo-Geschäften erforderlich.

Andererseits wäre es zu begrüssen, wenn anstelle einer auf ein Produkt ausgerichteten Regelung eine allgemeine Regel zu den Aufklärungs- und Informationspflichten zur Anwendung gelangen könnte. Ein erster Schritt in diese Richtung besteht mit den als Mindeststandard anerkannten Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäftes¹. Die darin enthalte-

¹ Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäftes vom 22. Oktober 2008

nen Regelung sind jedoch nicht auf die Problematik des SLB zugeschnitten und können dem konkreten Anlegerschutzbedürfnis nur im Ansatz Rechnung tragen. Eine Überarbeitung dieser Bestimmungen, die den spezifischen Bedürfnissen im Zusammenhang mit SLB hinreichend Rechnung trägt, ist in absehbarer Zeit nicht zu erwarten. Die Bedeutung des SLB- und Repo-Geschäfts² sowie deren Einfluss auf die Finanzmarktstabilität³ machen es daher erforderlich, einstweilen auf eine kurzfristig verfügbare produktespezifische Regelung abzustellen. Damit kann auch gegenüber dem Ausland auf eine stabile Regulierungsbasis verwiesen und internationaler Kritik der fehlenden Aufsicht auf angemessene Art begegnet werden.

Nachfolgend wird auf Banken Bezug genommen. Die Ausführungen gelten jedoch auch für Effekthändler, soweit auch auf sie anwendbare Vorschriften betroffen sind.

2 Grundlagen der SLB- und Repo-Geschäfte in der Schweiz

2.1 SLB-Geschäft

Beim SLB (**Wertpapierleihe oder Wertschriftendarlehen**) leiht der Darleiher (Lender) dem Borger (Borrower) Wertschriften gegen eine bestimmte Gebühr (Lending Fee). Rechtlich gesehen handelt es sich um ein **Sachdarlehen** (OR 312), wobei die Lending Fee den Zins (OR 313) darstellt. Der **Borger wird Eigentümer der geborgten Wertschriften** und erhält dadurch das Recht, frei darüber zu verfügen. Mit dem Eigentumsübertrag gehen auch die Rechte an Zinsen und Dividenden auf den Borger über, wobei dieser üblicherweise dem Darleiher eine Ersatzleistung (Ausgleichszahlung oder Manufactured Payment) für diese Wertschriftenerträge entrichtet. Weiter erhält der Borger auch die mit den geborgten Aktien verbundenen Stimmrechte. Das **Marktpreisrisiko** verbleibt hingegen beim Darleiher, dem nur ein Anspruch auf Realbeschaffung, nicht jedoch auf Werterhalt, zusteht.

a) Gedecktes und ungedecktes SLB

SLB-Geschäfte werden sowohl gedeckt als auch ungedeckt getätigt. Beim **gedeckten SLB** leistet der Borger dem Darleiher eine **Sicherstellung** (Collateral), üblicherweise in Form von Geld, Wertschriften oder Garantien von Dritten. Sinkt der Wert der Deckung oder steigt der Kurs der ausgeliehenen Wertschriften, hat der Borger bei einem Margin Call des Darleihers eine Nachschusspflicht (Ausgleichspflicht). Fällt der Kurs der ausgeliehenen Wertschriften oder steigt der Wert der als Sicherheit übertragenen Wertschriften (Überdeckung) kann der Borger, sofern nichts anderes vereinbart, die Rückerstattung von Sicherheiten verlangen. Der Borger hat zudem in der Regel ein Substitutionsrecht, das ihm den Austausch der ursprünglich als Sicherheit an den Darleiher übertragenen Wertschriften durch gleichwertige andere Wertschriften ermöglicht. Will der Darleiher während der Leihdauer über die Wertschriftensicherheit verfügen, muss er sich das Recht zur Weiterverpfändung oder Weiterveräusserung vom Borger einräumen lassen. Da das Collateral Management aus rechtlichen (zwingender Einbezug Dritter) und ökonomischen Gründen aufwändig ist, setzen gedeckte SLB eine gewisse Grundgrösse voraus. Sowohl **beim gedeckten wie beim ungedeckten SLB verbleibt das Markt-**

² Vgl. Ziffer 3.5

³ Vgl. Ziffer 4.3

preisrisiko beim Darleiher. Beim **ungedeckten SLB** übernimmt der **Darleiher zusätzlich das Solvenzrisiko** des Borgers.

b) Bank als „Principal“ oder „Agent“

Eine Bank kann an einem SLB-Geschäft **selber als Borgerin oder Darleiherin** teilnehmen. In diesem Fall agiert sie als „Principal“. Sie kann jedoch auch **nur als Vermittlerin**, d.h. als „Agent“ auftreten und durch ihre Vermittlungstätigkeit das Zustandekommen eines SLB-Geschäftes zwischen einem Borger und einem Darleiher erwirken. Für diese Vermittlungstätigkeit erhält sie eine Kommission als Entschädigung. In der Schweiz treten Banken im SLB-Markt heute regelmässig als Principals auf. Dadurch übernimmt ein Kunde nur das Gegenparteirisiko der jeweils involvierten Bank. Agiert eine Bank jedoch **als Agent, übernimmt der Kunde das Gegenparteirisiko einer oder mehrerer Drittparteien, die er üblicherweise gar nicht kennt.**

c) Beweggründe für das SLB-Geschäft

Sowohl aus Sicht des Borgers wie aus Sicht des Darleihers gibt es **verschiedene Beweggründe und Interessen**, an einem SLB-Geschäft teilzunehmen.

- So leiht sich ein Borger Wertschriften, um Erträge aus **Arbitrage-Transaktionen**⁴ zu generieren oder um eingegangene **Short-Positionen** abzudecken. Unterschiedliche Erfüllungs- und –fristen in den verschiedenen Märkten, in denen eine Bank als aktive Marktteilnehmerin auftritt, können sie veranlassen, sich gewisse Titel zu borgen, um ihren **Lieferverpflichtungen** überhaupt rechtzeitig nachkommen zu können. Sie kann sich Titel aber auch borgen, um **Handelsstrategien** durchführen oder **Kursunterschiede** ausnützen zu können. Schliesslich borgen sich Banken Wertschriften, um damit ihre **Liquidität** zu steuern, indem sie diese Titel beispielsweise für Repo-geschäfte einsetzen (vgl. nachfolgend Ziffer 4).
- Die Motivation des Darleihers, an diesem Geschäft teilzunehmen, beruht auf der Möglichkeit der **Ertragsverbesserung auf seinem Wertschriftenportfolio**. Statt seine Wertschriften ungenutzt in seinem Depot ruhen zu lassen, kann er durch eine Ausleihe und der Vereinnahmung einer Lending Fee eine Zusatzrendite erreichen. Die Höhe der Lending Fee richtet sich jeweils nach Angebot und Nachfrage eines bestimmten Titels auf dem Markt.

SLB-Transaktionen können auch steuerlich motiviert sein. Kann beispielsweise ein Borger von **Steuervorteilen bei den Erträgen** (Zinsen und Dividenden) auf ausgeliehenen Wertschriften profitieren, die dem Darleiher aufgrund seines Domizils nicht oder nicht im gleichen Umfang zustehen, können die beiden Parteien vereinbaren, die Wertschriften im Rahmen eines SLB dem Borger zu übertragen und die dadurch erzielten Steuergewinne untereinander aufzuteilen⁵.

⁴ Ausnützen von Kursunterschieden. Mit geborgten Wertschriften überbrückt die Bank die unterschiedlichen Erfüllungsfristen von Kassa- und Terminkontrakt.

⁵ In der Schweiz hat die Eidg. Steuerverwaltung die steuerliche Behandlung der SLB- und Repo-Geschäfte im Kreisschreiben Nr. 13 „Securities Lending- und Repo-Geschäfte als Gegenstand der Verrechnungssteuer, ausländischer Quellensteuern, der Stempelabgaben und der direkten Bundessteuer“ vom 1. September 2006 neu geregelt. Der Borger hat auf der an den Darleiher zu leistenden Ausgleichszahlung (Manufactured Payments) die Verrechnungssteuer (VST), berechnet auf dem Bruttowert der Originalzahlung, zu erheben. Weiter muss er

d) Securities Lending Programme der Banken

Diverse Banken verfügen über SLB-Programme mit Privat- und Firmenkunden wie auch institutionellen Anlegern. Aufgrund von Rahmenverträgen erhält die jeweilige **Bank die Ermächtigung, sich Wertschriften aus dem Depot der teilnehmenden Kunden zu borgen**, ohne dafür eine Sicherstellung leisten zu müssen. Die Bank kann sich dabei jederzeit, auf unbestimmte Dauer und ohne Vorankündigung, Wertschriften aus den entsprechenden Depots borgen. Das Borgen der Titel respektive die Berücksichtigung der am Programm teilnehmenden Kunden erfolgt in der Regel computergesteuert mittels Algorithmen, die eine faire Auswahl sicherstellen. Der einzelne Kunde kann die ausgeliehenen Wertschriften jederzeit zurückfordern, welche ihm sodann unter Einhaltung der jeweiligen Valuta-/Lieferfristen oder –usancen von der Bank wieder zurückgegeben werden. Der Kunde kann jederzeit aus diesen Programmen auch wieder aussteigen. Einzelne Banken berücksichtigen für diese SLB-Programme nur Kunden, die über grössere Depotbestände verfügen, da sonst der Abwicklungsaufwand zu gross ist und sich die Transaktionen weder für die Bank noch für den Kunden rechnen würden.

2.2 Repogeschäft

Das SLB-Geschäft (**Wertschriftendarlehen**) weist gewisse Übereinstimmungen mit dem Repo-Geschäft (Wertpapierpensionsgeschäft) auf. Bei einem Repo-Geschäft verkauft eine Partei (Geldnehmer, Cash Taker) Wertpapiere oder Wertrechte (Effekten) einer anderen Partei (Geldgeber, Cash Provider), wobei sich der Geldnehmer gleichzeitig verpflichtet, Effekten gleicher Gattung und Menge zu einem späteren Zeitpunkt vom Geldgeber zurückzukaufen. Für die Dauer des Geschäfts wird vom Geldnehmer ein Zins (Repo-Satz) bezahlt. Allfällige Zins- oder Dividendenzahlungen auf Effekten, die während der Laufzeit des Repo-Geschäfts fällig werden, gibt der Geldgeber dem Geldnehmer weiter. Aus wirtschaftlicher Sicht stellt das Repo-Geschäft ein gedecktes Kreditgeschäft dar. Aus rein transaktionstechnischer Sicht gibt es Übereinstimmungen zwischen gewissen Repo-Geschäften und dem Wertschriftendarlehen, wenn dieses durch Barsicherheiten (cash collateral) gedeckt ist. Wirtschaftliche Triebkräfte, Marktteilnehmer und Marktinfrastruktur sind jedoch hier völlig andere als dort.

3 Bedeutung der SLB-Geschäfte für die Banken

Um ein genaueres Bild über den Umfang, die Bedeutung und die Abwicklung der SLB-Geschäfte und insbesondere das ungedeckte Borgen von Wertschriften zu erhalten, führte die EBK im Sommer 2006 eine Erhebung bei ausgewählten Banken durch. Diese Erhebung führte zu folgenden Erkenntnissen:

- Der **Umfang der geborgten Wertschriften ist bedeutend**. Die gedeckt und ungedeckt geborgten Wertschriften betragen im Beobachtungszeitpunkt zusammen rund einen Fünftel der Verbindlichkeiten sämtlicher Banken mit Laufzeit bis zu einem Monat. Diese Verbindlichkeiten bilden – zusammen mit den Spargeldern – die Basis für die Berechnung des Liquiditätserfordernisses. Eine zweite Vergleichsgrösse stellt der CHF Repomarkt dar, welcher in enger Symbiose mit dem SLB

diese Ausgleichszahlung dem Darleiher bescheinigen. Gestützt auf diese Bescheinigung kann der Darleiher die in Abzug gebrachte VST wieder zurückfordern. Mit der heutigen Praxis der Steuerverwaltung sind Steueranreize in der Schweiz nicht mehr Treiber des SLB.

steht. Das ausstehende Volumen von CHF Repo betrug im Beobachtungszeitpunkt nur rund einen Viertel des Volumens an gedeckt und ungedeckt geborgten Wertschriften.

- Im Beobachtungszeitraum wurden täglich durchschnittlich rund 44'000 Transaktionen abgewickelt. Die **Anzahl Transaktionen beim ungedeckten überwog** bei weitem die Anzahl Transaktionen beim gedeckten SLB. Transaktionsmässig dominierte zwar das ungedeckte, volumenmässig jedoch das gedeckte SLB.
- Die Banken borgen sich Wertschriften von anderen Banken nur auf gedeckter Basis. Mit **Privat- und Firmenkunden** werden dagegen **fast ausschliesslich ungedeckte SLB-Transaktionen** getätigt. Knapp die Hälfte der Geschäfte wurde mit institutionellen Anlegern⁶ abgewickelt, wobei die Geschäfte überwiegend auf gedeckter Basis erfolgten.
- Der **Anteil der ungedeckt geborgten Wertschriften** ist mit rund 40 % aller geborgten Wertschriften erheblich.
- Privat- und Firmenkunden wurden mit einem durchschnittlichen Kommissionssatz⁷ von 0.064 % entschädigt. Banken, welche sich von anderen Banken nur auf gedeckter Basis Titel borgten, mussten diesen durchschnittlich 0.153 % an Kommissionen entrichten.

Die Erhebung zeigte, dass insbesondere die beiden Grossbanken das ungedeckte SLB-Geschäft in grossem Umfange betreiben. Im Rahmen der engen laufenden Überwachung dieser beiden Institute erwirkte die EBK noch vor Ausbruch der aktuellen Finanzkrise, dass das ungedeckte SLB-Geschäft mit Privatkunden zumindest nicht weiter ausgebaut bzw. sogar markant abgebaut wurde.

4 Bedeutung der SLB-Geschäfte für die SNB

Die SNB hat gemäss Art. 5 des Nationalbankgesetzes unter anderem die Aufgabe, den Schweizerfranken-Geldmarkt mit Liquidität zu versorgen, das Funktionieren der bargeldlosen Zahlungssysteme zu erleichtern und zu sichern sowie zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen. Die SNB führte Anfang 2000 ein neues geldpolitisches Konzept ein. Darin beruht das gesamte ordentliche geldpolitische Instrumentarium auf dem Repo-Geschäft. **Mittels Repo-Geschäften mit den Banken steuert die SNB die kurzfristigen Zinsen und versorgt das Bankensystem mit Liquidität.**

4.1 Repo als geldpolitisches Instrument

Bei den ordentlichen geldpolitischen Instrumenten wird zwischen Offenmarktoperationen (Hauptfinanzierungs-, Abschöpfungs-, und Feinststeuerungsgeschäfte) und den stehenden Fazilitäten (Innertags- und Engpassfinanzierungsfazilität) unterschieden. Diese Fazilitäten decken gegenwärtig alle geldpolitischen Bedürfnisse der SNB ab. Das Repo-Geschäft hat sich auch in ausserordentlichen Situationen

⁶ Institutionelle Anleger sind Pensionkassen, Versicherungen und Anlagefonds

⁷ Lending Fee, welche sich nach der jeweiligen Marktsituation, d.h. nach Angebot und Nachfrage des Titels, der Ausleihdauer sowie der Qualität der Sicherheiten in einem Folgeschäft richtet.

für die Zins- und Liquiditätssteuerung bewährt. Der Abschluss und die Abwicklung der Geschäftsabschlüsse erfolgen über die Swiss Value Chain.

Die SNB akzeptiert als Gegenparteien Banken aus dem In- und Ausland. Auf Grund der internationalen Bedeutung des Geldmarktes in Schweizerfranken und der dominierenden Stellung der beiden Grossbanken ist die SNB bei den Offenmarktoperationen auf die grossen international tätigen Banken im Ausland angewiesen. Entsprechend werden auch bestimmte, in Fremdwährung denomierte Effekten von der SNB für geldpolitische Operationen zugelassen.

Die SNB ist für eine effiziente Zinssteuerung auf einen liquiden und transparenten Repo-Interbankenmarkt mit einer Beteiligung von möglichst vielen Banken angewiesen. Nur ein liquider Markt ermöglicht der SNB, jederzeit als Gegenpartei aufzutreten, wenn die Liquiditätsversorgung dies erfordert oder wenn die Zinsentwicklung direkt beeinflusst werden soll.

4.2 Bedeutung des SLB-Geschäftes für die Geldpolitik

Die SNB kann gemäss Nationalbankgesetz Kreditgeschäfte mit Banken und anderen Finanzmarktteilnehmern abschliessen, sofern für die Darlehen ausreichende Sicherheiten geleistet werden. Für die Banken ist der Zugang zu allen Fazilitäten der SNB nur über den Abschluss von Repo-Geschäften möglich. Die Grundvoraussetzung dafür ist, dass sie zur Besicherung der Geschäfte über ausreichend Effekten verfügen. Dabei nehmen aus dem SLB-Geschäft stammende Effekten eine entscheidende Stellung ein.

Die Banken können sich bei ihren Kunden oder bei Finanzintermediären SNB-repofähige Effekten borgen und diese über das Repo-Geschäft in Geld umwandeln. Bei den Offenmarktoperationen der SNB hängt die Teilnahme der Banken stark von der Verfügbarkeit von SNB-repofähigen Effekten ab.

Die Banken müssen auch für die Beanspruchung der stehenden Fazilitäten SNB-repofähige Effekten im Rahmen ihrer Bedürfnisse bereitstellen. Die Engpassfinanzierungsfazilität dient der kurzfristigen Überbrückung von unerwarteten Liquiditätsengpässen⁸. Die Beanspruchung der Innertagsfazilität erleichtert den Zahlungsverkehr und ermässigt die operationellen Risiken. Einerseits führt die zusätzliche Liquidität zu einer effizienten Abwicklung der Zahlungstransaktionen im "Swiss Interbank Clearing" (SIC) und andererseits stellt die Innertagsliquidität eine zwingende Voraussetzung für das Funktionieren des internationalen Zahlungssystems "Continuous Linked Settlement" (CLS) dar.

SLB-Geschäfte sind für die Banken eine wichtige **Quelle zur Beschaffung von SNB-repofähigen Effekten ihrer Kunden**. Die Kosten für die Beschaffung dieser Effekten sind direkt von deren Verfügbarkeit abhängig. Eine hohe Verfügbarkeit verringert den Zinsspread zwischen dem unbesicherten Geldmarktgeschäft und dem Repo-Geschäft. Ein kleiner Spread fördert die Attraktivität des Repo-Geschäftes.

4.3 Bedeutung des SLB-Geschäftes für die Finanzmarktstabilität

Die SNB lässt für ihre Repo-Geschäfte Effekten in ausgewählten Währungen zu, die bestimmte Voraussetzungen in Bezug auf Liquidität sowie Bonität des Emittenten erfüllen. Analog den geldpoli-

⁸ Zu den Grenzen und Gefahren vgl. Ziffer 7.3

schen Operationen **besichern die Banken auch ihre am Interbankenmarkt abgeschlossenen Transaktionen fast ausschliesslich mit SNB-repofähigen Effekten**. Der Anteil der in Euro denominierten Effekten zur Deckung der Repo-Geschäfte beträgt mittlerweile mehr als 50%. Diese Effekten sind insbesondere bezüglich der Marktliquidität den Effekten in Schweizerfranken deutlich überlegen. Ein breiter Kreis von SNB-repofähigen Effekten steigert deshalb die Sicherung der Liquidität der Banken und damit die Stabilität des Finanzsystems.

Für eine Bank ist es unerlässlich, dass sie ihre Zahlungsverpflichtungen jederzeit fristgerecht erfüllen kann. Unter normalen Umständen sollte die Sicherstellung der notwendigen Liquidität einer solventen Bank keine grösseren Schwierigkeiten bereiten. In ausserordentlichen Situationen hingegen kann sich die Liquiditätsbeschaffung schwieriger gestalten. Die Erfahrung zeigt, dass unter solchen Umständen die Interbank-Limiten für unbesicherte Darlehen gekürzt oder vollständig gestrichen werden. Bankinstitute, welche über genügend notenbankfähige Aktiven verfügen, können sich hingegen auch unter erschwerten Bedingungen Liquidität über Repo-Geschäfte beschaffen, da sich diese Effekten bei der SNB jederzeit in Geld umwandeln lassen. Effekten, welche im Rahmen von SLB-Geschäften geborgt werden, spielen dabei eine zentrale Rolle.

5 Wertschriftendarlehen im schweizerischen Recht

Im folgenden sind die rechtlichen Rahmenbedingungen im geltenden schweizerischen Recht darzustellen. Diese ergeben sich **grundsätzlich aus allgemein verbindlichen zivil- und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen**.

Konkrete aufsichtsrechtliche Bestimmungen zum Wertschriftendarlehen gibt es nur wenige und diese lediglich punktuell. Zu erwähnen sind insbesondere die folgenden:

- Für **Versicherungen, Einrichtungen der beruflichen Vorsorge** sowie **Effektenfonds** bestehen detaillierte aufsichtsrechtliche Vorgaben namentlich zu den vertraglichen Grundlagen und den zugelassenen Gegenparteien. Diese dürfen Wertpapiere nur gegen Sicherheiten ausleihen⁹.
- Im Bereich der Selbstregulierung haben die **Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge** Grundsätze zur Zulässigkeit der Wertschriftendarlehen aufgestellt.¹⁰ Ist die **Bank als Agent** tätig, so ist dem Gegenparteirisiko angemessen Rechnung zu tragen (Collateral oder erstklassige Gegenparteien). Handelt die **Bank als Principal**, so ist die Risikostreuung auch unter Berücksichtigung der übrigen Anlagepositionen zu gewährleisten. Die **Verhaltensregeln für Effekthändler**¹¹ regeln sodann in Art. 13, dass Effekthändler sich zur Deckung von Short-Positionen der Wertschriftendarlehen bedienen können.

⁹ Versicherungen: Art. 75 AVO; FINMA-RS 08/18 Anlagerichtlinien Versicherer, Rz. 564 ff.; Pensionskassen: Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 16, 1. 10. 1990, Ziff. 99; Kollektivanlagen: Art. 55 Abs. 1 Bst. a KAG; Art. 76 KKV

¹⁰ Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung vom 21.12.2005, Kommentar zu Ziffer 8

¹¹ Verhaltensregeln für Effekthändler bei der Durchführung des Effekthandelsgeschäftes vom 22. Oktober 2008

- Zur **steuerrechtlichen Behandlung** der Wertschriftendarlehen ist das Kreisschreiben Nr. 13 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. 9. 2006 zu beachten.¹²
- Im Jahresbericht 2002 (S. 48) hat die EBK Anforderungen an die **Form der Zustimmung** sowie die **Risikoaufklärung** formuliert.¹³ Die rechtliche Bedeutung dieser Äusserung ist jedoch unklar.

5.1 Zustimmung des Lenders

Die Anforderungen an die Zustimmung des Anlegers zum Wertschriftendarlehen bestimmen sich grundsätzlich nach allgemeinem Vertragsrecht. Erforderlich ist also eine Einigung der Parteien über die wesentlichen Vertragspunkte. Zu den wesentlichen Vertragspunkten gehört namentlich auch, dass die Leihe den Eigentumserwerb durch den Borger bewirken soll.

Die EBK verlangt in ihrem Jahresbericht, dass der Kunde seine Zustimmung in einem separaten Vertrag erklärt. Das Bucheffektengesetz (BEG) hat diese Praxis übernommen und setzt nunmehr in Art. 22 BEG voraus, dass die Ermächtigung des Kontoinhabers schriftlich zu erteilen ist. Sie darf nicht in AGB enthalten sein, es sei denn, der Kontoinhaber ist eine Verwahrungsstelle oder ein qualifizierter Anleger.

Für Versicherungen und Effektenfonds ist zudem aufsichtsrechtlich vorgeschrieben, dass das Wertschriftendarlehen in einem standardisierten Rahmenvertrag zu regeln ist.¹⁴

5.2 Risikoaufklärung

Pflichten zur Aufklärung des Lenders über die Risiken von Wertschriftendarlehen ergeben sich sowohl aus Zivil- wie auch aus Aufsichtsrecht. Zivilrechtlich sind insbesondere die auftragsrechtlichen Sorgfaltspflichten zu beachten, die den Vermögensverwalter im allgemeinen treffen. Daraus ergeben sich insbesondere Informations- und Treuepflichten; namentlich muss der Vermögensverwalter den Kunden auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken hinweisen, ferner hat er sicher zu stellen, dass allfällige Interessenkonflikte seine Kunden nicht benachteiligen.

Aufsichtsrechtlich sind diese Sorgfaltspflichten nur für Effekthändler kodifiziert (Art. 11 BEHG). Im Bankenrecht gibt es keine dem Art. 11 BEHG entsprechende Bestimmung. Allerdings stellen die Anforderungen von Art. 11 BEHG die kodifizierte Rechtsprechung zum Auftragsrecht dar. Sie gelten insofern als privatrechtliche Vorschrift und somit unabhängig vom persönlichen Geltungsbereich der Aufsichtserlasse.¹⁵

Die EBK hat im Jahresbericht 2002 (S. 48) verlangt, dass die Kunden als Lender im SLB-Vertrag „an prominenter Stelle und in verständlicher Form“ auf die mit dem Wertschriftendarlehen verbundenen Risiken hinzuweisen seien. Dazu gehört auch der Hinweis auf den Verlust des Eigentums an den ausgeliehenen Titeln, an dessen Stelle eine blosser Forderung tritt.

¹² Vgl. Ziffer 2.1 Bst. c)

¹³ Vgl. Ziffer 1

¹⁴ Vgl. FN 9

¹⁵ zur Doppelnatur von Art. 11 BEHG: Nobel, Finanzmarktrecht, § 8 N. 110f.

5.3 Besicherung

Die Besicherung von Wertschriftendarlehen ist aufsichtsrechtlich vorgeschrieben, wenn Versicherungen (Wertpapiere im gebundenen Vermögen), Einrichtungen der beruflichen Vorsorge sowie Effektenfonds als Lender auftreten.¹⁶

Für andere Anleger bestehen zur Zeit keine gesetzlichen Vorschriften über die Besicherung von Wertschriftendarlehen. Die Richtlinien der Bankiervereinigung für Vermögensverwaltungsaufträge schreiben die Stellung von Sicherheiten nur vor, wenn die Bank als Agent handelt und die Titel an andere als erstklassige Gegenparteien ausgeliehen werden. Beim Principal-Lending ist eine Besicherung nicht vorgesehen. Eine Pflicht zur Besicherung dürfte sich daher auch nicht aus allgemeinen Verhaltenspflichten der Bank herleiten lassen.

5.4 Abrechnung

Die Pflicht zur Abrechnung ergibt sich wiederum aus allgemeinem Auftragsrecht. Erfolgt die Ausleihe im Rahmen eines umfassenden Vermögensverwaltungsmandates, so gelten auftragsrechtliche Regeln¹⁷. Nach Art. 400 Abs. 1 OR ist der Beauftragte schuldig, auf Verlangen jederzeit über seine Geschäftsführung Rechenschaft abzulegen und alles, was ihm infolge derselben aus irgendeinem Grund zugekommen ist, zu erstatten.

6 Rechtsvergleich mit ausländischen Finanzplätzen

Dieser Abschnitt vergleicht ausgewählte Aspekte der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen des SLB (Wertschriftendarlehen) auf wichtigen ausländischen Finanzplätzen.¹⁸ Untersucht wurden nur prudentielle Regulierungen des SLB-Geschäfts mit Anlegern, die weder Intermediäre noch institutionelle Anleger sind („Privatanleger“). Zudem beschränkt sich die Untersuchung auf Regulierungen zu den folgenden Fragen:

- Ist das **ungedeckte SLB** zulässig? Wenn nein: gilt das Verbot von ungedeckten Wertschriftendarlehen umfassend oder nur für bestimmte Kundenkategorien?
- Gibt es **Vorgaben zu Form und Inhalt** der Vereinbarung zwischen Anleger und Depotstelle im Zusammenhang mit Wertschriftendarlehen?
- Gibt es regulatorische **Vorgaben zur Risikoaufklärung**?

¹⁶ Vgl. vorne FN 9. Ausleihungen von Versicherungen im gebundenen Vermögen müssen durch Sicherheiten gedeckt sein, deren Wert mindestens 105 bzw. 102 % der ausgeliehenen Titel betragen.

¹⁷ Vgl. BGE 124 III 155 E. 2b; 115 II 62 E. 1; 132 III 460.

¹⁸ Die Untersuchung beschränkt sich auf Staaten, welche wichtige Finanzplätze beheimaten (USA, UK, Frankreich, Deutschland, Hong Kong) oder für das Custody- oder Privatkundengeschäft von Bedeutung sind (Luxemburg, Belgien, Singapur).

6.1 Übersicht

In den meisten der hier betrachteten Rechtsordnungen bestehen **spezielle Vorschriften zum SLB-Geschäft**. Ein Überblick über die unterschiedlichen Anforderungen für SLB mit Privatpersonen zeigt nachfolgende Tabelle:

Tabelle Rechtsvergleich

	schriftliche Zustimmung	Zustimmung in separater Urkunde	Mindestinhalt des Vertrages	Vorgaben zur Preisbildung	Risikoaufklärungspflicht	Pflicht zur Besicherung	Abrechnungspflicht	Agent-Prinzip vorherrschend
MiFID (EU)	✓				✓		✓	
UK	✓		✓			✓		✗
Deutschland	✓	✓	(✓)		✓			
USA	✓		✓		✓	✓		✗
Hong Kong	✓					✓		✗
Singapore	✓		(✓)		✓	✓		(✗)

Legende:
 ✓ konkrete Regelung in Spezialerlassen
 (✓) nur teilweise Regelung in Spezialerlassen
 leer keine Regelung in Spezialerlassen
 ✗ zutreffend
 (✗) teilweise

Soweit beim SLB beaufsichtigte Marktteilnehmer beteiligt sind, haben diese in der Regel zudem **allgemeine Wohlverhaltensvorschriften zu beachten**, z.B. über die **Risikoaufklärung** und die **Information von Kunden** oder über die Vermeidung von Interessenkonflikten. Es ist nicht möglich, für jede der betrachteten Rechtsordnung die Anwendung und Auswirkungen dieser allgemeinverbindlichen Rechtsvorschriften auf das Wertpapierleihgeschäft zu analysieren.

Für die Mitgliedstaaten der Europäischen Union ist zu beachten, dass die Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) sowie die MiFID-Durchführungsrichtlinie 2006/73 eine ganze Reihe von Bestimmungen zum SLB-Geschäft umfassen.

6.2 Zustimmung des Anlegers

Alle hier betrachteten Rechtsordnungen, welche das SLB-Geschäft reguliert haben, setzen eine **schriftliche Zustimmung des Anlegers** voraus.¹⁹ Auch **MiFID** setzt die Zustimmung des Kunden voraus, die im Falle eines Kleinanlegers „durch dessen Unterschrift oder eine gleichwertige andere Weise zu belegen ist“.²⁰ Deutsches Recht und MiFID verlangen, dass der Anleger seine Zustimmung ausdrücklich erteilt.²¹ Ferner schliesst das deutsche DepotG den Verweis auf andere Urkunden (insbesondere Allgemeine Geschäftsbedingungen) aus. Auch darf die Zustimmung des Anlegers zum SLB nicht mit anderen Erklärungen des Anlegers verbunden sein, sie muss also in einer separaten Urkunde enthalten sein.

Britisches und US-amerikanisches Recht verlangen einen gewissen **Mindestinhalt des Vertrags**. So bestimmt **UK Cass 2.5.4**, dass das Wertschriftendarlehen „*is subject to appropriate terms and conditions*“. Welche Vertragsbedingungen angemessen sind, ergibt sich für Geschäfte mit privaten Kunden aus den Wohlverhaltensregeln des FSA-Handbuchs (Conduct of Business [COB]); demnach muss die SLB-Vereinbarung mindestens den Gegenstand der Leihe, die Art und den Wert der Sicherheiten sowie die Methode für die Festlegung der Lending Fee festlegen²². Nach **SEC-Rule 15c3-3(3)** muss der SLB-Vertrag ebenfalls zumindest die Grundlage für die Entschädigung des Darleihers, die Rechte und Pflichten der Parteien hinsichtlich der ausgeliehenen Wertpapiere sowie die Rechenschaftspflicht des Borgers festlegen. Soweit ersichtlich, macht **keine der hier betrachteten Rechtsordnungen materielle Vorgaben zur Lending Fee**.

6.3 Risikoaufklärung

Grundsätzlich gelten für die Finanzintermediäre, welche mit Kunden das SLB-Geschäft betreiben, die gleichen Wohlverhaltenspflichten wie für andere Wertpapiergeschäfte. Dazu gehören insbesondere auch Aufklärungspflichten. Das ist z.B. für Deutschland unbestritten, wo sich **Aufklärungspflichten, insbesondere über die mit ungedeckten SLB verbundenen Kreditrisiken** sowie ihre steuerlichen Auswirkungen, aus dem Wertpapierhandelsgesetz ergeben.²³ Auch MiFID schreibt entsprechende Verhaltensregeln vor.

Verschiedene Rechtsordnungen sehen darüber hinaus spezifische Pflichten zur Risikoaufklärung bei der Wertschriftendarlehen vor. Nach Art. 32 VII **MiFID**-Durchführungsrichtlinie gilt die Risikoaufklärungspflicht für alle Kleinanleger, also Anleger, die nicht professionelle Kunden sind. Private Kunden können auf Antrag als professionelle Kunden eingestuft werden, sofern wenigstens zwei der folgenden Kriterien erfüllt sind:

- Der Kunde hat an dem relevanten Markt während der vier vorhergehenden Quartale durchschnittlich pro Quartal 10 Geschäfte von erheblichem Umfang getätigt.

¹⁹ USA: Rule 15c3-3(3); UK: CASS 2.5.2., 2.5.4 (1); Singapore: Reg. 22(2) SFLCBB; Hong Kong: § 170 SFO; Deutschland: §15 II S. 1 DepotG.

²⁰ Art. 19 I a RL 2006/73/EG.

²¹ §15 II DepotG; Art. 19 I a RL 2006/73/EG.

²² COB 4 Annex 2(18).

²³ § 31 II WpHG.

- Das Finanzinstrument-Portfolio des Kunden, das definitionsgemäss Bardepots und Finanzinstrumente umfasst, übersteigt 500'000 Euro.
- Der Kunde ist oder war mindestens ein Jahr lang in einer beruflichen Position im Finanzsektor tätig, die Kenntnisse über die geplanten Geschäfte oder Dienstleistungen voraussetzt.

Nach **deutschem Recht** muss die Zustimmungserklärung des Anlegers zum Ausdruck bringen „*dass das Eigentum an den ausgeliehenen Wertpapieren sofort auf den Verwahrer oder einen Dritten übergehen soll und dass mithin für den Hinterleger nur ein schuldrechtlicher Anspruch auf Lieferung nach Art und Zahl bestimmter Wertpapiere entsteht.*“²⁴

Auch nach **SEC-Rule 15c3-3** muss die Vereinbarung zwischen Darleiher und Borger die Rechte und Pflichten der Parteien klar zum Ausdruck bringen. Darüber hinaus muss die Vereinbarung einen deutlichen Hinweis („prominent notice“) darauf enthalten, „*that the provisions of the Securities Investor Protection Act of 1970 may not protect the lender with respect to the securities loan transaction and that, therefore, the collateral delivered to the lender may constitute the only source of satisfaction of the broker’s or dealer’s obligation in the event the broker or dealer fails to return the securities.*“

Singapore verpflichtet den Finanzintermediär ebenfalls, den Anleger über die mit einem Wertschriftendarlehen verbundenen Risiken aufzuklären.²⁵ Das gilt nicht, wenn es sich beim Kunden um einen akkreditierten Anleger handelt. Als akkreditierter Anleger gelten:

- Einzelpersonen mit einem persönlichen Nettovermögen von mehr als 2 Mio. SP\$ oder einem Jahreseinkommen von mehr als 300'000 SP\$;
- Unternehmen mit einem Nettovermögen von mehr als 10 Mio. SP\$.

6.4 Besicherung

Verschiedene Rechtsordnungen schreiben vor, dass der Rückgabeanspruch des Darleihers zwingend durch die Stellung von Finanzsicherheiten gedeckt werden muss. Dies gilt für die **USA**, das **Vereinigte Königreich**, **Hong Kong** sowie **Singapore**. Die **übrigen Rechtsordnungen** kennen entsprechende Vorschriften teilweise für institutionelle Kunden, lassen jedoch das Wertschriftendarlehen **mit nicht-institutionellen Kunden auch auf ungesicherter Basis zu**. Auch MiFID schreibt eine Besicherung nicht vor. Diese auffällige Diskrepanz dürfte sich damit erklären lassen, dass in den USA und im UK Banken und Effekthändler überwiegend nicht als Principals, sondern als Agents auftreten. Das Wertschriftendarlehen kommt damit nicht zwischen Anleger und Bank, sondern zwischen Anleger und einem Dritten zustande, dessen Bonität für den Anleger viel schwieriger zu beurteilen ist.

6.5 Abrechnung

Eine ausdrückliche Regelung der Abrechnungspflichten im Zusammenhang mit Wertpapierleihgeschäften findet sich nur in der MiFID-Durchführungsrichtlinie. Art. 43 I RL 2006/73/EG verpflichtet Wertpapierfirmen, jedem Kunden mindestens einmal jährlich auf einem dauerhaften Datenträger eine

²⁴ § 15 II S. 1 DepotG.

²⁵ Reg. 33 II a SFLCBR; Reg. 33 III SFLCBR § 4A(1)

Aufstellung der betreffenden Finanzinstrumente zu übermitteln. Art. 43 II RL 2006/73/EG muss diese Aufstellung der Kundenvermögen auch die folgenden Informationen enthalten:

- Angaben darüber, inwieweit Kundenfinanzinstrumente oder Kundengelder Gegenstand von Wertpapierfinanzierungsgeschäften gewesen sind;
- Höhe und Grundlage etwaiger Erträge, die dem Kunden aus der Beteiligung an Wertpapierfinanzierungsgeschäften zugeflossen sind.

6.6 Beurteilung der Unterschiede zum Schweizer Recht

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass der regulatorische Rahmen des SLB-Geschäfts in den hier betrachteten ausländischen Rechtsordnungen eine **ausserordentlich grosse Bandbreite** aufweist. Während einzelne Rechtsordnungen die Zulässigkeit von Wertpapierdarlehen teilweise einschränken und die Vertragsmodalitäten bis in die Einzelheiten festlegen, machen andere Finanzplätze - ähnlich wie die Schweiz - kaum spezifischen Vorgaben. Zumindes teilweise dürften sich diese Unterschiede mit der **unterschiedlichen praktischen Bedeutung** des Geschäfts erklären lassen.

Soweit Regulierungen bestehen, betreffen diese eines oder mehrere der folgenden Elemente: Form und Wirksamkeitsvoraussetzungen der **Zustimmung des Anlegers**, die **Risikoaufklärungspflicht** des Finanzintermediärs, die **Besicherung** von Wertpapierdarlehen sowie die **Abrechnung** der einzelnen Darlehen. Die Zustimmung muss in jedem Fall schriftlich erfolgen. Teilweise werden jedoch entsprechend der FINMA-/EBK-Praxis auch weitergehende Vorgaben aufgestellt (ausdrückliche Zustimmung; keine Zustimmung in AGB). Die meisten Rechtsordnungen schreiben ausserdem vor, dass die Kunden als Lender **über die mit dem Wertpapierdarlehen verbundenen Risiken aufgeklärt** werden, wobei sich diese Vorgaben in der Regel aus allgemeinen Wohlverhaltenspflichten ergeben, die nicht speziell für SLB-Geschäfte gelten. In der Schweiz lassen sich solche allgemeinen **Risikoaufklärungspflichten aus Art. 11 BEHG** ableiten.

Vorschriften zum Mindestinhalt des SLB-Vertrags finden sich nur im US-amerikanischen und im britischen Aufsichtsrecht. **Keine** der hier betrachteten Rechtsordnungen macht **Vorschriften zur Preisgestaltung**. Auch die Abrechnung der Einzelgeschäfte ist nur in MiFID explizit geregelt. Art. 400 Abs. 1 OR enthält demgegenüber lediglich eine allgemeine Pflicht zur Rechenschaftsablegung, jedoch ohne Konkretisierung für den Einzelfall.

Die **Besicherung von SLB-Geschäften** (jedenfalls mit Privatkunden) ist in gewissen anglo-amerikanischen und asiatischen Rechtsordnungen vorgeschrieben. Demgegenüber kennt das schweizerische Recht wie auch die anderen kontinentaleuropäischen Rechtsordnungen ein Besicherungserfordernis nur für gewisse institutionelle Anleger wie z.B. Pensionskassen sowie für Anlagefonds oder Versicherungen. Auch MiFID sieht keine Pflicht vor, SLB-Geschäfte nur auf gedeckter Basis zu tätigen. Diese bemerkenswerte Differenz lässt sich möglicherweise damit begründen, dass in jenen Rechtsordnungen, welche das SLB nur auf gedeckter Basis zulassen, das **Agent-Modell** üblich ist, bei dem (insbesondere für nicht professionelle Anleger) eine Risikoeinschätzung wesentlich schwieriger ist, als wenn die **Bank als Gegenpartei (Principal)** auftritt. Schliesslich bestehen insbesondere in den USA mit dem "Brokerage Modell" und dem "Margin Lending" andere Finanzierungsquellen zur Verfügung, über die verpfändete Titel zur Liquiditätsbeschaffung verwendet werden können.

7 Aufsichtsrechtliche Problematik

7.1 Funktionsweise der Liquiditätsvorschriften

Die heute gültigen Liquiditätsvorschriften (bis Ende 2004 als Gesamtliquidität bezeichnet) datieren aus dem Jahre 1988 und sind seither nur marginal angepasst worden. In die Liquiditätsberechnung fliesen grundsätzlich nur die Positionen der Bilanz ein. Ausserbilanzpositionen werden nicht einbezogen. Eine Ausnahme bilden die Repo-Geschäfte, bei welchen die übertragenen Wertschriften – obwohl sie nicht in der Bilanz figurieren – für die Liquiditätsberechnung berücksichtigt werden.

Die Berechnung des Liquiditätserfordernisses basiert auf einem dreistufigen Konzept. In einem ersten Schritt werden die **zu verrechnenden liquiden Aktiven** (Art. 16a BankV) mit den **zu verrechnenden kurzfristigen Verbindlichkeiten** (Art. 17a BankV) verrechnet. Im zweiten Schritt werden die **zu unterlegenden kurzfristigen Verbindlichkeiten** (Art. 17 BankV) ermittelt. Darin ist ein allfälliger Überschuss an zu verrechnenden kurzfristigen Verbindlichkeiten aus dem ersten Schritt enthalten sowie Anteile einzelner Bilanzpositionen der Passivseite. Die so errechneten kurzfristigen Verbindlichkeiten müssen zu 33 % mit liquiden Aktiven unterlegt werden. Im dritten Schritt wird der Betrag an **liquiden Aktiven** (Art. 16 BankV) ermittelt, der zur Erfüllung der Liquiditätsanforderung herangezogen werden darf. Daraus resultiert eine Liquiditätsüber- oder –unterdeckung. Die Banken haben vierteljährlich einen entsprechenden Liquiditätsausweis zu erstellen und der SNB einzureichen. Die Liquiditätsberechnung hat nur für das Einzelinstitut zu erfolgen, demzufolge gibt es keinen Liquiditätsausweis auf Konzernbasis.

7.2 Auswirkungen der SLB-Geschäfte auf die Liquidität

Beim Borger besteht immer eine konkrete Motivation, sich Wertschriften zu borgen. Titel werden geborgt, um sie für Folgegeschäfte zu verwenden, sei dies um weitere SLB- oder Repo-Geschäfte zu tätigen oder um Shortpositionen abzudecken. Werden **mit diesen Folgegeschäften Geldflüsse generiert**, hat dies Auswirkungen auf die Bilanzpositionen der involvierten Banken und ist damit auch ein Mittel zur **Steuerung der betrieblichen Liquidität**. Dabei spielt es keine Rolle, um welche Art Wertschriften es sich handelt, d.h. es ist unerheblich, ob diese unter den bestehenden Liquiditätsvorschriften als anrechenbar (Art. 16 Abs. 1 Bst. b-f BankV) gelten oder nicht. Durch das Folgegeschäft können die geborgten Werte in eine Form transformiert werden, die sich in der Liquiditätsberechnung berücksichtigen lässt.

Aktien beispielsweise sind unter den Liquiditätsvorschriften nicht als anrechenbare Wertschriften zugelassen - dies unabhängig davon, ob sie nun im Eigenbestand der Bank sind oder aber von einem Kunden ungedeckt geborgt wurden. Verkauft eine Bank eigene oder geborgte Aktien, so erhält sie im Gegenzug einen Geldbetrag, der sich in ihrer Liquidität gemäss Liquiditätsausweis niederschlägt. Auf diese Weise können somit **auch Wertschriften (geborgte oder aus dem Eigenbestand), die gemäss Art. 16 Abs. 1 Bst. b-f BankV nicht als liquide Aktiven anrechenbar wären, durch das Folgegeschäft (Verkauf) den Liquiditätsausweis beeinflussen**.

In welchem Umfang die Liquidität durch Folgegeschäfte beeinflusst wird, kann nicht gesagt werden, da dies einerseits von der jeweiligen Art des Folgegeschäftes abhängt und andererseits durch den asymmetrischen Aufbau des Liquiditätsausweises die zu berücksichtigenden Positionen unterschiedlich gewichtet einfließen²⁶.

Eine Bank hat somit ein **Liquiditätsschöpfungspotential**, das sich einerseits aus dem Eigenbestand und gedeckt geborgten Wertschriften ergibt wie auch aus dem Bestand an Wertschriften, welche von Kunden aufgrund von SLB-Programmen aus deren Depots ungedeckt geborgt werden können. Wertschriften im Eigenbestand, die die Anforderungen nach Art. 16 Abs. 1 Bst. b-f BankV erfüllen, können somit bei der Berechnung der bankengesetzlichen Liquidität direkt berücksichtigt werden. Diejenigen, die die Anforderungen nicht erfüllen, müssen demgegenüber durch Folgegeschäfte transformiert werden, damit sie für die bankengesetzliche Liquiditätsberechnung wirksam werden. Ob und allenfalls **in welchem Ausmass jedoch bisher Wertschriften aus SLB-Geschäften direkt oder indirekt in der Liquiditätsberechnung berücksichtigt** werden, ist heute unklar. Es gibt derzeit keine verbindlichen Regeln dazu. Die befragten Banken gaben mit einer Ausnahme an, geborgte Wertschriften, welche nach Art. 16 Abs. 1 Bst. b-f BankV anrechenbar sind, nicht als liquide Aktiven einzurechnen. Gleichzeitig führen sie aber auch aus, dass durch die Verwendung von geborgten Titeln für Folgegeschäfte ihre Liquiditätssituation beeinflusst wird. Die bestehenden Unklarheiten bei der liquiditätsmässigen Behandlung der SLB-Geschäfte und das heute uneinheitliche Vorgehen bei den Banken führt zu einer nicht durchschaubaren und damit für die Aufsicht nicht fassbaren Situation.

7.3 Ungedekte SLB-Geschäfte im Krisenfall

Mit den SLB-Programmen haben die Banken, wie oben dargelegt, die Möglichkeit, mit den Wertschriften ihrer am Programm teilnehmenden Kunden anrechenbare Wertschriften oder zusätzliche Liquidität zu generieren. Solange eine solvente Bank diese Möglichkeit zur effizienten Abwicklung der Zahlungstransaktionen im "Swiss Interbank Clearing" (SIC) und im Zusammenhang mit dem Bereitstellen der Innertagsliquidität für das Funktionieren des internationalen Zahlungssystems "Continuous Linked Settlement" (CLS) verwendet, können diese Geschäfte sinnvoll sein und sogar einen Beitrag zur Finanzmarktstabilität leisten.

Gerade in turbulenten Zeiten, wie sie die Finanzmärkte gerade erlebt haben, kann diese zusätzliche Liquiditätsquelle nun aber zusätzlich interessant werden, wenn eine Bank nicht nur zur Abwicklung kurzfristiger Transaktionen Liquidität benötigt, sondern sich **allgemein in einer angespannten Liquiditätssituation** befindet und **für ihre Tätigkeit im In- und Ausland zusätzliche Liquidität** braucht. Wenn also eine Bank selber über keine oder nur noch ungenügende verwertbare liquide Aktiven verfügt und sich auf dem Markt keine Blankokredite mehr beschaffen kann, besteht somit die **latente Gefahr**, dass sie - soweit von der Aufsichtsbehörde noch unbemerkt - **ihre Liquiditätssituation über den leichten Zugriff auf noch nicht benutzte Wertschriften in den Kundendepots ausgleicht**. Ein solches Vorgehen ist aus dem quartalsweise zu erstellenden Liquiditätsausweis in seiner aktuellen Fassung nicht ersichtlich. Eine Bank hat somit die Möglichkeit, in weder für die Aufsichtsbehörde noch für die Kunden erkennbarer Weise ihre Liquiditätsprobleme zu überspielen und auf Risiko der Kunden²⁷ das Liquiditätspotential der Kundendepots vollständig auszuschöpfen. Um die Privatkunden,

²⁶ So fließen liquide Aktiven zu 100 % ein, während unterlegungspflichtige kurzfristige Verbindlichkeiten nur zu 33 % gewichtet werden.

²⁷ vgl. zum Verlust des Absonderungsrechts und den fehlenden Privilegien Ziff. 7.4 nachfolgend.

soweit es sich nicht um qualifizierte Anleger handelt, vor dieser für ihn kaum absehbaren Gefahr zu schützen, soll eine Bank keine ungedeckten SLB-Geschäfte mit ihm tätigen können.

In diesem Zusammenhang ist jedoch zu beachten, dass bei einer Bank, die sich in einer Krisensituation befindet und bei der Solvenzprobleme bestehen, nicht nur die SLB-Geschäfte mit ihren Kunden, sondern jegliche von ihr in einer solchen Situation abgewickelten Geschäfte problematisch sein können. Erhält die Aufsichtsbehörde in einem solchen Fall Kenntnis über das Vorhandensein einer begründeten Besorgnis einer Insolvenz wie insbesondere **im Falle von ernsthaften Liquiditätsproblemen**, so besteht die Möglichkeit, **gestützt auf Art. 26 BankG Schutzmassnahmen** anzuordnen. Im Rahmen solcher Schutzmassnahmen hätte die Aufsichtsbehörde - neben weit einschneidenderen Massnahmen - auch die Möglichkeit, eine bestimmte Geschäftstätigkeit wie beispielsweise die weitere Liquiditätsbeschaffung durch Ausnutzung der SLB-Geschäfte einzuschränken oder zu verbieten sowie eine strengere Meldepflicht einzuführen.

Der Aufsichtsbehörde würden grundsätzlich Mittel zur Verfügung stehen, um in einer Krisensituation die Ausnutzung von SLB-Geschäften auf Risiko der Kunden einschränken oder verbieten zu können. Die **Problematik liegt jedoch vielmehr in der ungenügenden Transparenz**. Nicht von jeder Bank verfügt die FINMA über die gleich umfassenden und zeitnahen Informationen wie dies auf Verlangen der FINMA von den beiden Grossbanken während der Finanzkrise der Fall war. Die Aufsichtsbehörde kann allfällige Schutzmassnahmen jedoch nur anordnen, wenn sie von der missbräuchlichen Ausnutzung von SLB-Programmen Kenntnis erhält. Wie oben aufgezeigt, geben weder der aktuelle Liquiditätsausweis noch andere von der Bank einzureichende Unterlagen oder Erklärungen frühzeitig einen Hinweis auf mögliche Liquiditätsprobleme, die nur durch übermässige Ausnutzung von Kundenbeständen aus SLB-Programmen zur Liquiditätsbeschaffung vorübergehend beseitigt werden konnten.

Zusammenfassend lässt sich somit festhalten, dass die Aufsichtsbehörde in einer Krisensituation **mit den heute zur Verfügung stehenden Instrumenten** Massnahmen ergreifen kann, wenn die notwendigen Voraussetzung dafür erfüllt sind. Hierzu ist jedoch zwingend erforderlich, dass in Bezug auf alle Banken in der laufenden Überwachung Transparenz bezüglich Rückgriff auf Kundenbestände aus ungedeckten SLB besteht. Diese **Transparenz ist zu gewährleisten**.

7.4 Gläubigerschutz (Aufklärung, Zustimmung, Entschädigung)

Nimmt ein Bankkunde an einem SLB-Programm teil, muss er diesem ausdrücklich zustimmen ("**opting-in**"), d.h. er muss einen **separaten Vertrag unterzeichnen**. Unzulässig ist, die Bestimmungen zum Securities Lending in allgemeine Geschäftsbedingungen oder ein Depotreglement zu integrieren. Dies hatte die EBK bereits in ihrem Jahresbericht 2002²⁸ festgehalten. Aus Sicht der Sicherheit innerhalb des Finanzmarktes ist es absolut zentral, dass dieser Vertrag zwischen dem Kunden und der Bank rechtsbeständig ist und nicht die Gefahr besteht, dass ein Richter ihn aufhebt. Deshalb ist es bereits aufgrund zivilrechtlicher Grundsätze unabdingbar, dass der Unterzeichnung des Vertrags eine ausführliche Risikoaufklärung vorausgeht und ein vernünftiger Anlegerschutz besteht.

Eine grundsätzliche Problematik des SLB besteht darin, dass die Bankkunden häufig bei der Eröffnung eines Depots einen entsprechenden Vertrag unterzeichnen, ohne sich jedoch dessen Tragweite bewusst zu sein. Eine einschneidende Konsequenz des SLB ist, dass der Kunde, dessen Wertschrif-

²⁸ EBK Jahresbericht 2002, S. 48.

ten von der Bank geborgt werden, im Falle des Konkurses dieser Bank keinen Anspruch auf Realersatz bzw. auf Herausgabe der verliehenen Wertschriften hat. Er kann einzig einen Schadenersatzanspruch in Geld geltend machen, da ihm das **Absonderungsrecht nach Art. 37d BankG nicht zusteht**. Im Konkursfall der Bank ist demnach der Kunde, der am Securities-Lending-Programm teilnimmt, deutlich schlechter gestellt als der, der darauf verzichtet. Zudem kommt er für seinen Schadenersatz nicht einmal in den Genuss der Einlagensicherung gemäss Art. 37b BankG, wie sie Bankkunden zusteht, welche ihr Geld auf einem Bankkonto hinterlegen (Art. 23 Abs. 2 BKV).

Für die Teilnahme am SLB-Programm erhält der Kunde eine Entschädigung. Technisch gesehen handelt es sich dabei um einen Darlehenszins. In Englisch wird oft von einer „lending fee“ gesprochen, die Banken verwenden in der Regel den Begriff „Kommission“. Der Preis für das Wertschriftendarlehen bestimmt sich nach der Art und Anzahl der ausgeliehenen Wertschriften, nach Angebot und Nachfrage in einem Titel sowie nach der Dauer der Ausleihe. Bei Banken wird der Preis für Wertschriftendarlehen zudem durch die Kosten der Eigenmittelunterlegung beeinflusst.²⁹ Es bestehen bei den noch von der EBK befragten Banken keine unterschiedlichen Entschädigungsansätze für Banken, institutionelle Anleger und andere Kunden. Bei **ungedeckten SLB-Geschäften** erfolgt in der Regel **kein Risikozuschlag für das Gegenparteirisiko**.

Die genaue Höhe der **Entschädigung ist im Einzelfall vom Kunden schwierig nachzuvollziehen**. Diese ist marktabhängig und wird daher für jede Transaktion separat berechnet. Die von der EBK angefragten Banken geben den Kunden in der Regel mindestens 50 % des Ertrages, welchen sie als Principal erzielen können, weiter. Die Möglichkeit, jederzeit nachvollziehen zu können, welche Titel für welche Dauer aus dem Depot des Kunden ausgeliehen wurden, ist nicht nur hinsichtlich eines möglichen Verkaufs des Titels notwendig. Auch im Hinblick auf die Ausübung von Mitgliedschaftsrechten, anfallenden Wertschriftenerträgen oder von Rechten aus Kapitalmarkttransaktionen (Bezugsrechte, Konversionen, Options- und Wandelrechte usw.), die mit den ausgeliehenen Wertschriften in Zusammenhang stehen, ist dieses Wissen unabdingbar.

7.5 Systemstabilität

Angesichts der grossen Bedeutung von SLB-Geschäften für die schweizerischen Finanzmärkte besteht auch unter dem Blickwinkel der Stabilität des Finanzsystems ein Interesse daran, dass die vertraglichen Grundlagen rechtlich robust und insbesondere **in der Insolvenz eines Finanzmarktteilnehmers durchsetzbar** sind. Eine Bank oder ein anderer Finanzintermediär ist zur Verfügung über ausgeliehene Wertpapiere nur dann befugt, wenn eine wirksame Zustimmung der Anleger vorliegt. Dies kann im Rahmen der Formulierung der SLB-Verträge erreicht werden, indem die wesentlichen Rechtsfolgen klar verständlich dargestellt sind und die Anleger über die mit dem Wertschriftendarlehen verbundenen Risiken hinreichend aufgeklärt werden.

²⁹ Bertschinger Urs, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing – Band I: Grundlagen und Analyse der Geschäftsformen, Zürich 1994, 35 f.

8 Handlungsbedarf und -optionen

Ein **generelles Verbot von ungedecktem SLB** wäre eine klare Regelung, die den Anlegerschutz maximal verwirklichen würde, bedürfte jedoch einer gesetzlichen Grundlage, die heute nicht besteht. Ein generelles Verbot ginge aber weit über die heutige Praxis hinaus und liesse die heutige Finanzmarktpolitik sowie die bestehenden Liquiditätsbedürfnisse völlig ausser acht. Ein generelles Verbot könnte für die inländischen Banken sodann einen Wettbewerbsnachteil darstellen, sofern Banken im Ausland von ihren Kunden auf ungesicherter Basis Effekten übernehmen dürfen (vgl. Rechtsvergleichung oben Ziffer 6.4) und für Finanztransaktionen mit Banken in der Schweiz einsetzen. Auch am Interbankenmarkt treten ausländische Gegenparteien fast ausschliesslich als Geldnehmer auf. Eine Benachteiligung der inländischen Banken würde den **Finanzplatz Schweiz tendenziell schwächen**.

Ein generelles Verbot des ungedeckten SLB-Geschäftes in der Schweiz würde die Implementierung der Geldpolitik, den Ablauf des Zahlungsverkehrs und die Finanzmarktstabilität erheblich beeinträchtigen. Von einem generellen Verbot ist daher **abzusehen**.

Gleichzeitig kann jedoch **nicht auf eine klare Regelung verzichtet** werden. Die bestehenden Unsicherheiten bezüglich der Anrechnung unter den **Liquiditätsvorschriften**, dem **Anlegerschutz** und der **Beständigkeit der den SLB-Geschäften zugrunde liegenden Verträge** müssen eliminiert werden. Die Anwendung allgemeiner Bestimmungen vermag die weitergehende Problemstellung insbesondere betreffend ungedecktem SLB nicht befriedigend und erst recht nicht mit der notwendigen Klarheit zu lösen.

9 Erläuterungen zum Rundschreiben-Entwurf

9.1 Grundkonzept des Rundschreibens

Mit dem vorgeschlagenen Rundschreiben der FINMA werden einerseits mit Blick auf den Anlegerschutz Regeln für das SLB mit Kunden aufgestellt (RZ 3-19) und andererseits soll klargestellt werden, wie Repo- und SLB-Geschäfte unter den Liquiditätsvorschriften zu behandeln und zu melden sind (RZ 20-42).

Das Rundschreiben richtet sich an Banken und Effekthändler (Rz 2). Hier gilt hingegen zu beachten, dass SLB-Geschäfte mit Kunden grundsätzlich nur für Banken möglich sind, die auch über eine Effekthändlerbewilligung verfügen. Bei den beteiligten Kunden handelt es sich um ihre Depotkunden, für die sie die für das SLB zur Verfügung stehenden Wertschriften aufbewahren. Die Regeln zum Anlegerschutz beim SLB stützen sich daher nicht nur auf die allgemeinen **Verhaltensregeln**, die von den Banken zum Schutz des Kunden zu wahren sind, sondern sind insbesondere auch eine **Konkretisierung der in Art. 11 BEHG enthaltenen Vorschriften** hierzu.

Die Ausführungen zur Behandlung von Repo- und SLB-Geschäften unter den Liquiditätsvorschriften gelten für die Banken und sind eine **Konkretisierung der Art 16-20 BankV**. Für Effekthändler, die über keine Bankbewilligung verfügen gelten sie nur soweit, als die Liquiditätsvorschriften im Zusammenhang mit der Zusatzliquidität (Art. 29a BEHV) auch auf sie Anwendung finden (Rz 2).

9.2 Regeln zum Anlegerschutz

a) Aufklärungs- und Deklarationspflichten

Die Banken haben ihre **Kunden über die mit einem SLB-Geschäft verbundenen Risiken**, wie sie in Kapitel 7.4 aufgezeigt wurden, **aufzuklären** und insbesondere auf folgende mit der Stellung als Darleiher einhergehenden Auswirkungen hinzuweisen:

- lediglich Wiederbeschaffungsanspruch statt Eigentum (Rz 6);
- Wegfall des Absonderungsrechts im Konkurs und damit nur eine (beim ungedeckten SLB zudem ungesicherte) nicht privilegierte Ersatzforderung - bei gedeckten und ungedeckten SLB jeweils ohne Schutz durch die Einlagensicherung (Rz 7);
- vorübergehender Verlust der Vermögens- und Mitwirkungsrechte wie insbesondere der Stimmrechte (Rz 8);
- Risiko der Wertverminderung verbleibt beim Kunden (Rz 8).

Diese Risikoaufklärung hat individuell sowie **in verständlicher Form** zu erfolgen und ist von der Bank zu dokumentieren (Rz 3). Die Abgabe einer allgemeinen Informationsbroschüre kann hier nicht ausreichen.

Die Bank hat ihren Kunden auch darüber aufzuklären, welche **Stellung** sie ihm gegenüber beim SLB einnimmt. Der Kunde ist darüber in Kenntnis zu setzen, ob die Bank als Borger und damit als seine Gegenpartei (Principal) auftritt oder lediglich als Agent das Geschäft mit einem Dritten vermittelt (Rz 5). Tritt die Bank lediglich als Agent auf, kennt der Kunde seine Gegenpartei in der Regel nicht. In solchen Fällen hat die Bank den Kunden insbesondere darüber zu informieren, ob sie als Garant auftritt und dem Kunden die Rückgabe der ausgeliehenen Wertschriften garantiert (Rz 5).

b) Ungedecktes SLB

Beim SLB handelt es sich grundsätzlich **nicht um ein komplexes Geschäft**, bei dem zudem eine umfassende Risikoaufklärung zu erfolgen hat (Rz 3 ff.). Dennoch besteht mit Bezug auf das Risiko des Kunden eine massive Diskrepanz zwischen dem gedeckten und dem ungedeckten SLB. Unter dem Blickwinkel des Anlegerschutzes besteht für den Kunden beim ungedeckten im Gegensatz zum gedeckten SLB ein ungleich höheres Risiko. Zudem hat sich gezeigt, dass das ungedeckte SLB vorrangig mit Privat- und Firmenkunden abgeschlossen wird, während Banken und der Grossteil an institutionellen Kunden keine ungedeckten SLB eingehen. Gerade unter den Privat- und Firmenkunden befinden sich jedoch auch nicht qualifizierte Anleger, bei denen ein höheres Schutzbedürfnis besteht. Das ungedeckte SLB soll daher generell nur noch mit qualifizierten Anlegern abgeschlossen werden.

c) SLB-Vertrag und dessen Inhalt

Die SLB-Verträge sind von den Banken so auszugestalten, dass diese auch im Streitfall wirksam und **rechtlich durchsetzbar** sind (Rz 10). Das Interesse an robusten Verträgen besteht dabei nicht nur bei den Banken, die Depotbestände ihrer Kunden ausleihen, sondern auch bei den weiteren Finanzmarktteilnehmern, die von diesen Wertpapiere erwerben.

Die Teilnahme an einem SLB-Programm bedarf weiterhin einer ausdrücklichen Zustimmung des Kunden ("**opting-in**"). Die Teilnahmebedingungen an solchen SLB-Programmen sind in einem **gesonder-ten Vertrag** zu regeln und dürfen nicht in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen enthalten sein. Es spricht allerdings nichts dagegen, dass die Regelung über das SLB-Programm in anderen Verträgen wie dem Depotvertrag integriert wird (Rz 11).

Mit Blick auf den Wegfall der mit den Wertschriften verbundenen Mitwirkungsrechte sollte es dem Kunden möglich sein, **einzelne Wertschriften vom SLB auszunehmen** (Rz 12). So bleibt der Kunde Eigentümer seiner Beteiligung, wird von der Gesellschaft weiterhin über den Geschäftsgang informiert und kann die allenfalls mit den Wertschriften verbundenen Mitwirkungsrechte ausüben. Bezüglich den ausgeliehenen Wertschriften ist im Vertrag zudem zu regeln, inwieweit anfallende Erträge als **Ausgleichszahlungen** an den Kunden weitervergütet werden (Rz 13).

Mit der Teilnahme an einem SLB-Programm wird die rechtliche Stellung des Kunden durch die erwähnten Risiken beeinträchtigt. Diese Nachteile sind **angemessen zu entschädigen**. Die konkrete Preisberechnung ist jedoch stark marktabhängig und für jeden Titel individuell. Konkrete Berechnungsgrundlagen lassen sich daher nicht bereits im Vertrag bestimmen. Im Vertrag sind jedoch die **Grundlagen dieser Berechnung** in allgemeiner Form festzuhalten (Rz 14).

Gerade im Zusammenhang mit der **Ausübung von Mitwirkungsrechten**, aber auch angesichts der vorhandenen Risiken ist es sodann auch notwendig, dass es dem Kunden jederzeit möglich ist, mit sofortiger Wirkung aus dem SLB-Programm ganz oder teilweise (in Bezug auf bestimmte Wertschriften) auszusteigen (Rz 15). Die Wiederbeschaffungsmodalitäten sind im Vertrag zu regeln. Nur im Einzelfall endet die einzelne Ausleihe erst mit deren Ablauf. Dies jedoch nur, wenn im konkreten Fall ausdrücklich im Sinne einer Zusatzabrede eine feste Dauer vereinbart wurde.

d) Abrechnung

Über die vergüteten Entschädigungen und die Ausgleichszahlungen hat die Bank periodisch mit dem Kunden abzurechnen (Rz 16). Aus der Abrechnung soll dabei nachvollziehbar sein, welcher Titel für welche Dauer ausgeliehen wurde und welche Ansprüche auf Entschädigung und Ausgleichszahlungen für den Kunden in dieser Periode entstanden sind. Der Bank obliegt zudem die Pflicht, dem Kunden auf Verlangen weitere Informationen zu einzelnen Positionen der **Abrechnung nachvollziehbar offen zu legen** (Rz 17).

e) Depotauszug

Im Depotauszug des Kunden sind die **Wertschriften, die zur Zeit ausgeliehen sind, klar ersichtlich zu kennzeichnen**. Im Depotauszug soll der Kunde, dessen Zustimmung möglicherweise schon längere Zeit zurückliegt, zudem darauf aufmerksam gemacht werden, dass er mit seinem Depot an einem SLB-Programm teilnimmt - die Bank also jederzeit berechtigt ist, ohne Vorankündigung Wertschriften

zu entnehmen (Rz 18). Hingegen kann darauf verzichtet werden, dass der Kunde periodisch seine Zustimmung erneuern oder bestätigen muss. Dies könnte im Unterlassungsfall zudem zu einer nicht gewollten Rechtsunsicherheit betreffend Beständigkeit des einzelnen SLB-Geschäfts führen. Schliesslich sollte eine Anzeige jeder einzelnen Entnahme nur erfolgen, wenn dies vom Kunden individuell ausdrücklich verlangt wird, ohne dass hierfür eine Regelung notwendig wäre.

f) Registereintrag

Mit jeder SLB-Transaktion gehen auch die mit den Wertschriften verbundenen Vermögens- und Mitwirkungsrechte über. Bei Beteiligungspapieren können die Stimmrechte jedoch nur ausgeübt werden, wenn die notwendigen Ein- und Austragungen in den entsprechenden Registern erfolgen. Um diesbezüglich Missbräuche einzuschränken, haben die Banken die Transaktionen umgehend zu melden (Rz 19). Ausnahmen hierzu sind nur gegeben, wenn der Kunde bereits vorgängig der SLB-Transaktion auf eine Eintragung verzichtet hat (Dispoaktien).

g) Risikomanagement

Die der EBK bei einer Insolvenzgefahr zur Verfügung stehenden Massnahmen können erst greifen, wenn sie von einer bestehenden Insolvenzgefahr tatsächlich Kenntnis erhalten hat. Hierzu kann das zusätzliche Reporting im Liquiditätsausweis beitragen.³⁰ Jedoch erfolgt auch dabei die Information mit einer gewissen Verzögerung. Zudem besteht ein Interessenkonflikt der Bank in der Regel bereits bevor eine Insolvenz nachweislich vorliegt. Aus Sicht des Anlegerschutzes ist es daher sinnvoll, dass Banken, die mit ihren Kunden das ungedeckte SLB betreiben, im Zusammenhang mit ihrem Risikomanagement für den Krisenfall zur Erarbeitung von Konzepten mit definierten Standardprozessen verpflichtet werden (Rz. 43).

9.3 Regeln zu den Liquiditätsvorschriften

Wie unter Kapitel 7.2 ausgeführt, beeinflussen die SLB-Geschäfte (ob gedeckt oder ungedeckt) die Liquiditätssituation der Banken. Bilanzmässig werden diese Geschäfte jedoch nicht erfasst und damit unter den bestehenden Liquiditätsvorschriften nicht berücksichtigt oder erst dann, wenn mit Folgegeschäften ein Geldfluss einhergeht. Mit einer **konsistenten Zulassungsregelung** ist dem Bedürfnis der Banken nachzukommen, bei der Behandlung der Repo- und SLB-Geschäfte unter den Liquiditätsvorschriften Klarheit zu schaffen. Deshalb ist eine Regulierung nötig, die technische Ausführungen zur liquiditätsmässigen Erfassung dieser beiden Geschäfte im Liquiditätsausweis enthält (Rz 20-41). Wertschriften, die gemäss Art. 16 Abs. 1 Bst. b-f BankV als liquide Aktiven gelten, sollen **gleich behandelt** werden (**Anrechenbarkeit erhaltener Wertschriften, Abzug übertragener Wertschriften**), unabhängig davon, ob sie im Nostrobestand oder im Rahmen eines Repo- oder eines SLB-Geschäftes von einer Bank gehalten werden. Bei den ungedeckten SLB-Geschäften ist indessen eine Verpflichtung auf Rückgabe der ausgeliehenen Wertschriften zu erfassen (Rz 40).

Um der in Kapitel 7.3 angesprochenen Intransparenz entgegen zu wirken, benötigt die Aufsichtsbehörde **Informationen zum Umfang der aus Kundendepots ungedeckt geborgten Wertschriften**. Im Rahmen der heute gültigen Liquiditätsvorschriften kann diese Transparenz am besten und einfachsten über den vierteljährlich einzureichenden Liquiditätsausweis sichergestellt werden. Eine Mel-

³⁰ Vgl. Ziffer 9.3.

derung im Rahmen der SNB-Statistik ist hierfür ungeeignet, da dabei nicht sämtliche Banken erfasst werden. So soll der bestehende Liquiditätsausweis mit Angaben zum Marktwert der insgesamt ungedeckt borgbaren Wertschriften sowie der ungedeckt geborgten Wertschriften ergänzt werden. Zudem soll auch der Anteil der ungedeckt geborgten Wertschriften angegeben werden, welcher für Treasury-Zwecke verwendet wurde (Rz 42). Diese Information liefert der Aufsichtsbehörde überdies einen Hinweis zur Motivation des Einsatzes des ungedeckten SLB, welches im Extremfall nur zur Erschliessung einer weiteren Liquiditätsquelle angewandt wird. Dank diesen Angaben kann die Aufsichtsbehörde **frühzeitig Hinweise auf allfällige Liquiditätsprobleme** erhalten, insbesondere wenn sich einerseits bei einer Bank eine verschärfte Tendenz zur vollständigen Ausschöpfung des Liquiditätspotentials der Kundendepots abzeichnet und andererseits der Anteil der für das bankinterne Liquiditätsmanagement eingesetzten Wertschriften ungewöhnlich ansteigen sollte. Auf Verlangen kann die Aufsichtsbehörde die Meldung dieser Angaben sogar in kürzeren Abständen verlangen, um die Liquiditätsentwicklung zeitnah verfolgen zu können.

10 Auswirkungen der neuen Regulierung

Die Banken haben der SNB und der FINMA durch ihre Anfragen signalisiert, dass es für sie wichtig ist, dass die **Behandlung der Repo-Geschäfte** unter den Liquiditätsvorschriften detaillierter geregelt und die **Frage der Zulassung von SLB-Geschäften** unter diesen Vorschriften geklärt wird. Ob die Behandlung von Repo- und SLB-Geschäften unter den Liquiditätsvorschriften im Rahmen einer Selbstregulierung besser gelöst werden könnte, erscheint fraglich. Angesichts der sehr unterschiedlichen Dimensionen der Liquiditätssteuerungen bei den Banken ist zu bezweifeln, dass sie sich auf einheitliche Positionen einigen könnten.

Im Fall eines Verzichts auf eine Regulierung wäre zu bedenken, dass die bei der bankenstatistischen Kommission hängigen Anfragen der Banken trotzdem einer Antwort bedürften. Eine Entscheidung über die Zu- resp. Nichtzulassung der SLB-Geschäfte unter den Liquiditätsvorschriften ist unabdingbar. Zudem würde die **uneinheitliche Praxis der Banken**, wie sie jetzt schon teilweise besteht, weitergeführt werden.

Inhaltlich präzisiert das Rundschreiben lediglich Teilaspekte von Geschäften, die die Banken schon seit längerem betreiben, und gibt Regeln vor, die dem Anlegerschutz dienen. Durch die Zulassung von gedeckten SLB-Geschäften unter den Liquiditätsvorschriften dürften diese Geschäfte an Attraktivität gewinnen, da sie zur **Liquiditätsoptimierung** herangezogen werden können.

Die Regeln zum Anlegerschutz führen sodann dazu, dass die Pflichten der Banken in allgemeiner und verbindlicher Form geregelt werden. Dies führt zu einer gesicherteren **Beständigkeit der dem SLB- und Repo-Geschäft zugrunde liegenden Verträge**. Damit kann ein Beitrag zur **Systemstabilität und zur Sicherung des Repo-Marktes** geleistet werden.

Im Rahmen der zu verlangenden **Transparenz bezüglich ungedeckter SLB** im Liquiditätsausweis entsteht den Banken - jedoch nur jenen, die über SLB-Programme verfügen - ein Zusatzaufwand im Rahmen der Erfassung der ungedeckten SLB-Geschäfte per Stichtag. Zudem werden bei einigen Banken Initialkosten anfallen, soweit die heute verwendeten **SLB-Verträge angepasst** und mit den

Kunden neu vereinbart werden müssen. Ohne detaillierte Angaben über Kosten und Nutzen machen zu können, ist davon auszugehen, dass der **Nutzen die Kosten bei weitem übersteigen** wird.

Der Liquiditätsausweis und die zugrunde liegenden Liquiditätsvorschriften sind schweizspezifisch. Eine umfassende Überarbeitung würde sich grundsätzlich aufdrängen, da die geltenden Vorschriften nicht mehr dem modernen Liquiditätsmanagement der Banken entsprechen. Wegen ihrer systemischer Bedeutung haben FINMA und SNB für die Grossbanken bereits im Jahr 2007 mit der Erarbeitung je eines institutsspezifischen, regulatorischen Liquiditätsregimes begonnen. Dies wird per Ende 2009 im Rahmen einer Testphase und voraussichtlich im Verlaufe 2010 in regulatorisch bindender Form eingeführt. Die Überarbeitung der allgemeinen Liquiditätsvorschriften, d.h. jene für alle Banken gültigen Vorschriften, werden jedoch erst nach Einführung der für die Grossbanken institutsspezifischen Vorschriften angegangen. Auf internationaler Ebene arbeitet der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) mit seiner Arbeitsgruppe über Liquiditätsrisiken mit Hochdruck an der Entwicklung von quantitativen Minimalvorschriften, nachdem im Herbst 2008 bereits Richtlinien zu qualitativem Liquiditätsrisikomanagement („Sound Principles“) publiziert wurden. Angesichts der sich abzeichnenden, jedoch noch weiter zu konkretisierenden Regulierungsaktivitäten auf internationaler Ebene scheint es im jetzigen Zeitpunkt sinnvoller, die Regulierung respektive **Zulassung von Repo- und SLB-Geschäften unter den bestehenden Liquiditätsvorschriften** zu regeln, als diese Vorschriften bereits heute von Grund auf zu überarbeiten.

Anhang: Entwurf Rundschreiben