

No day after tomorrow

DTCC halbiert den Settlementzyklus von T+2 auf T+1

Ein Insight-Paper der Cofinpro AG



1 Der Wirtschaftskrimi mit dem alles begann	3
2 Hintergrund	4
3 Risiken und Hürden.....	5
4 Auswirkungen auf den Abwicklungsprozess	6
5 Aktuelle Timeline der DTCC.....	7
6 Warum nicht gleich T+0?	8
7 Mögliche Auswirkungen von T+0.....	8
8 Fazit und Bewertung	11
9 Quellenverzeichnis	12

1 Der Wirtschaftskrimi mit dem alles begann

Überlegungen, den Settlementzyklus auf dem US-Finanzmarkt zu verkürzen, gibt es schon seit geraumer Zeit. Durch die Ereignisse, die sich Anfang 2021 an den US-Börsen abgespielt hatten, gewann die Diskussion jedoch an Aufmerksamkeit.

Damals hatte sich ein Schwarm von Privatanlegern mit dem Ziel, den Kurs des Einzelhändlers GameStop nach oben zu treiben und so die Leerverkäufer aus der Aktie zu drängen, zusammengesprochen. GameStop litt damals unter einer hohen Shortselling-Quote, die nach Berechnungen des Finanzanalyseunternehmens S3 am 04.01.2021 in der Spitze 141,8% des frei verfügbaren Aktienkapitals betrug.

Die Shortselling-Quote von über 100% erklärt sich wie folgt:
Sobald sich der Leerverkäufer die Aktien vom Verleiher leiht und sie dann wieder auf dem Markt verkauft, kann der neue Eigentümer der Aktien diese genauso wie der vorherige Eigentümer verleihen, ohne zu wissen, dass er auf der anderen Seite eines Leerverkaufs steht. Die Abrechnungszeit beträgt zwei Tage nach der Transaktion (T+2). In dieser Zeit können dieselben Aktien wieder und wieder verliehen werden. Dadurch ist es auf dem Papier möglich, mehr als 100% des Streubesitzes einer Aktie leer zu verkaufen.²



Dabei ist der Kurs der Aktie von Beginn des Jahres 2021 bis Ende Januar 2021 um mehr als 1300% gestiegen. Diese Entwicklung führte zu einem sogenannten „Short Squeeze“, bei dem Shortseller gezwungen sind, sich zu einem viel höheren Preis als geplant mit den geliehenen Aktien einzudecken.¹

Aufgrund der hohen Volatilität und des hohen Handelsvolumens kam es hier zu starken Verlusten und Ausfällen der Handelsparteien. Beispielsweise musste der Hedgefonds Melvin Capital zunächst mit 2,75 Mrd. USD an neuen Investitionen gestützt werden und ca. ein Jahr später seinen Betrieb endgültig einstellen.³

Das hier beschriebene Kontrahentenrisiko und dessen Reduzierung ist seitdem eines der zentralen Argumente für die Reduzierung des Settlementzyklus.

2 Hintergrund

In dem Bestreben, Risiken zu verringern und die Wertpapierabwicklung auf den US-Finanzmärkten zu stärken und zu modernisieren, haben repräsentative Organisationen unter der Führung der Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), des Investment Company Institute (ICI) und der Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) eine Änderung des Abwicklungszyklus von Handelsdatum plus 2 Tagen (T+2) auf Handelstag plus einen Tag (T+1) initiiert.⁴

Wie aus dem obigen Beispiel hervorgeht, steigen durch die höheren Volumina und die zunehmende Volatilität sowohl das Kontrahentenrisiko als auch die systemischen und operationellen Risiken.

Durchschnittlich 13,4 Mrd. USD mussten in den letzten Jahren täglich für Margins zur Besicherung der Risiken aufgebracht werden. Bei gesteigener Volatilität kommt es immer wieder zu Margincalls, um die Liquiditätspuffer zu erhöhen. Um diese Risiken zu reduzieren und Kosten zu senken, ist die Verkürzung des Settlementzyklus ein logischer Schritt, denn eine Analyse der DTCC ergab, dass dieser die Volatilitätskomponente der Margin um 41% reduzieren könnte (diese Komponente stand im Jahr 2020 für ca. 60% der Gesamt-Margin).

Des Weiteren sollen in diesem Zuge auch separate Abwicklungszyklen für Sonderprozesse abgeschafft werden. Die damit einhergehende Automatisierung und Modernisierung der Systeminfrastruktur und die Standardisierung der Kommunikation zwischen den Marktteilnehmern soll langfristige Vorteile und Kosteneinsparungen für alle Marktteilnehmer bieten. Zunächst stehen Aktien, Unternehmensanleihen, UITs, Investmentfonds, ETFs, ADRs, wertpapierbasierte Swaps und Optionen im Fokus.⁴

Erwartete Verbesserungen:



Reduzierung von Risiken und Kosten



Freisetzung von Liquidität und bessere Nutzung von Kapital



Verbesserung der Finanzmarktstabilität



Erhöhung der allgemeinen Settlementeffizienz der Wertpapiermärkte



Modernisierung und Harmonisierung der Systeminfrastruktur



Standardisierung von Prozessen

3 Risiken und Hürden

Ein fundamentaler Eingriff in den Abwicklungsprozess, wie es bei der geplanten Halbierung des Settlementzyklus der Fall ist, bringt verschiedene Risiken und Hürden mit sich. Im Allgemeinen beziehen sich diese auf die geplante Umsetzung, sowie die Kosten des Projekts T+1. Weitere Aspekte sind steigende operationelle Risiken und Auswirkungen auf den globalen Wertpapierhandel:



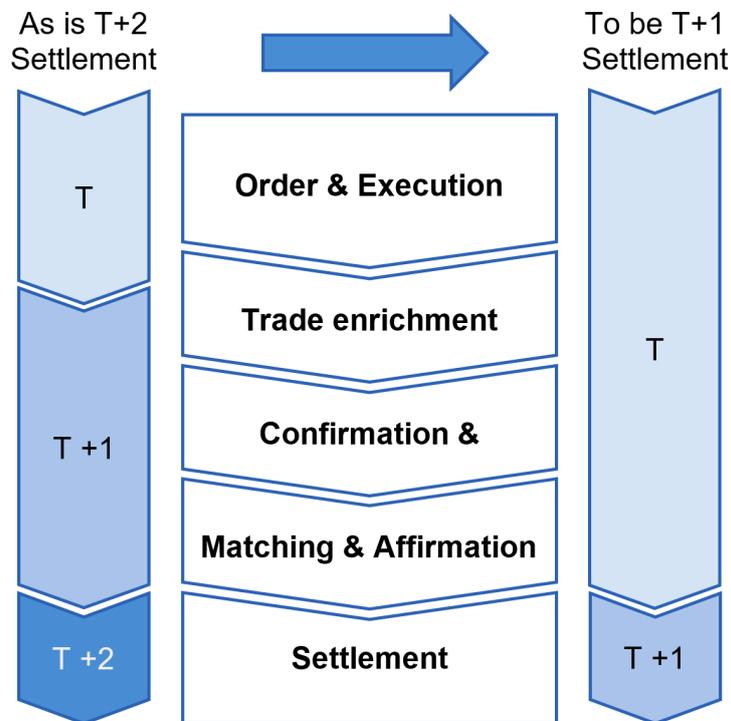
Hier ist vor allem die aktuell sehr kurze geplante Timeline zur Umsetzung der Regularie zu nennen. Im Gegensatz zu den vorherigen Anpassungen am Settlementzyklus sind für dieses Projekt nur ca. 2 Jahre vorgesehen. Für die im Jahr 2017 abgeschlossene Umstellung des Settlementzyklus von T+3 auf T+2 wurden ca. fünf Jahre benötigt. Weiterhin entstehen neue Probleme für den Cross-Border-Handel. Vor allem dann, wenn zwischen den betroffenen Märkten unterschiedliche Standard-Settlementzyklen gelten. Diese Problematik kommt sowohl bei Lieferketten über verschiedene Märkte hinweg als auch in Bezug auf die Eindeckung mit Devisen zu tragen.

Da nahezu alle Prozesse entlang der Abwicklungskette betroffen sind, wird der Implementierungsaufwand von Systemen und Prozessen hohe Kosten verursachen. Verkürzte Cut-off-Zeiten können ähnlich wie die oben beschriebene Problematik Auswirkungen auf nicht US-Investoren haben und Anpassungen an den Arbeitszeitmodellen erfordern, um ein rechtzeitiges Settlement zu ermöglichen.



Die Anzahl an Late-Matched-Trades und Failing-Trades könnte in Zukunft steigen, wenn die erhofften Automatisierungen und Verbesserungen der STP-Rates nicht wie geplant eintreten. Außerdem wird es nahezu unmöglich, Handelsgeschäfte, welche ein manuelles Eingreifen erfordern, rechtzeitig zu settle. Eine höhere Anzahl an failing Trades lässt auch die Wahrscheinlichkeit von Buy-Ins durch den Käufer steigen und könnte somit zusätzliche Kosten für Investoren bedeuten.

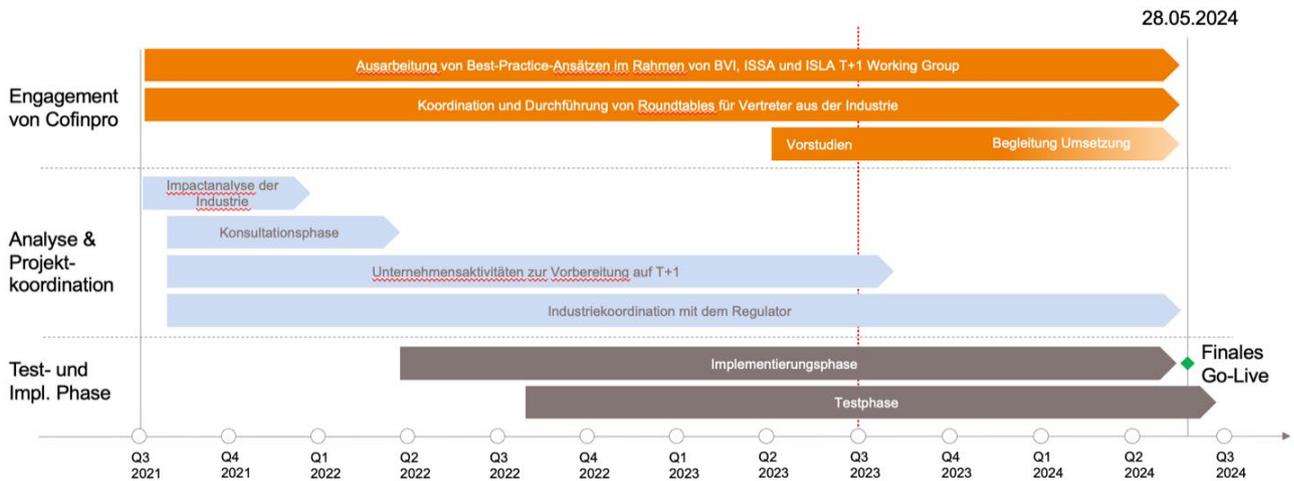
4 Auswirkungen auf den Abwicklungsprozess



Im Folgenden wird eine Auswahl der von Cofinpro als kritisch identifizierten Punkte aufgezählt, welche aus der Verkürzung des Settlementzyklus resultieren. Abhängig vom jeweiligen Geschäftsmodell ist eine dedizierte Betroffenheitsanalyse erforderlich.

- Verkürzte Abstimmungs- und Allokationszeiten mit Handelskontrahenten
- Erhöhung der Qualität bei der Informations-Bereitstellung an Verwahrstellen, insbesondere bei SSIs
- Verkürzung der Cut-off-Zeiten entlang der gesamten Abwicklungskette
- Anpassungen von SLAs mit Intermediären notwendig
- Standardisierung der Kommunikation zwischen Marktteilnehmern notwendig
- Erhöhung der STP-Rate, um zeitintensives Exception-Handling zu minimieren
- Weniger Zeit für Fails-Management im Ordermanagement – Effektivere Kommunikationswege mit den Verwahrstellen
- Anpassung des organisatorischen Set-ups – Veränderung am Arbeitszeitmodell, um US-Markt bedienen zu können
- Abwicklungsprobleme bei Handel zwischen Märkten mit T+2 und T+1
- Anpassung von Corporate-Actions-Logiken
- Recall Prozess beim Verkauf von verliehenen Stücken muss überdacht werden

5 Aktuelle Timeline der DTCC



Die Anpassung zur Vorbereitung auf den T+1-Settlementzyklus müssen innerhalb kurzer Zeit umgesetzt werden:

- Bis zum vorgeschlagenen Go-Live verbleiben weniger als zwei Jahre
- Die Umstellung von T+3 auf T+2 trat am 05.09.2017 in Kraft und nahm ca. fünf Jahre in Anspruch⁵

Offene Punkte

Da die kommende Regularie von der SEC noch nicht final verabschiedet wurde, bleiben einige Unsicherheiten und offene Punkte:

- Die aktuelle Timeline könnte nochmal angepasst werden
- Anpassung der Cut-off-Zeiten auf dem US-Finanzmarkt
- Einführung eines Kommunikationsstandards für Corporate Actions
- Ausnahmen oder geringfügige Anpassungen für Primärmarkttransaktionen.

Das T+1-Team von Cofinpro nimmt an relevanten (Markt-)Diskussionen teil, um offene Punkte zu besprechen und aktiv neue Punkte für unsere Kunden anzubringen.

6 Warum nicht gleich T+0?

Während die Branche die Umstellung auf eine T+1-Abwicklung analysierte, untersuchte die Industry Working Group (IWG) auch die Auswirkungen einer Umstellung auf eine T+0-Abwicklung. Das Industry Steering Committee (ISC) und die IWG kamen übereinstimmend zu dem Schluss, dass eine T+0-Abwicklung angesichts des derzeitigen Status quo des Abwicklungssystems kurzfristig nicht realisierbar ist. Eine Verkürzung des Abwicklungszyklus auf T+0 würde eine umfassende Modernisierung der heutigen Clearing- und Abwicklungsinfrastruktur, Änderungen an Geschäftsmodellen, Überarbeitungen von branchenweiten regulatorischen Rahmenbedingungen und die mögliche Einführung von Echtzeit-Währungsbewegungen erfordern. Darüber hinaus betont die IWG, dass die Einführung solcher Technologien unverhältnismäßig stark kleine und mittlere Unternehmen belasten würde, die derzeit auf manuelle Verarbeitungen und bestehende Systeme angewiesen sind und möglicherweise nicht über die finanziellen und technischen Ressourcen verfügen, um ihre betriebliche Infrastruktur kurzfristig zu modernisieren. Mit Blick auf künftige Innovationen will die IWC auch weiterhin die technologischen Entwicklungen innerhalb des Abwicklungssystems beobachten und nach Möglichkeit kosteneffiziente Lösungen implementieren, während zunächst die Einführung der T+1-Abwicklung voranschreitet.

7 Mögliche Auswirkungen von T+0

Nachfolgend sind einige der wichtigsten Bereiche aufgeführt, die in einer T+0-Umgebung erhebliche Beeinträchtigungen erfahren würden:

Neugestaltung der Wertpapierabwicklung

Die T+0-Abwicklung würde die Neugestaltung vieler Wertpapierabwicklungsprozesse erfordern, um aufsichtsrechtliche, betriebliche und vertragliche Anforderungen erfüllen zu können. Beispielhaft sind die institutionelle Handelsabwicklung, Freigabe und Kontrollprozesse, Wertpapierleihe, Devisenmärkte und globalen Abwicklungen über verschiedene Gerichtsbarkeiten hinweg zu nennen.

Globale Abwicklung

Ausländische Investoren, die in US-Wertpapieren engagiert sind, müssen aufgrund der asynchronen Handelszeiten der verschiedenen Märkte mit einem steigendem Risiko rechnen. Diese Investoren müssen möglicherweise Barpositionen und Wertpapiere vor dem Handel vorfinanzieren, um die vertraglichen Anforderungen zu erfüllen. Der Währungsumtausch (FX) könnte aufgrund unterschiedlicher Abwicklungszeiten problematisch sein.

Netting von Transaktionen

Erhebliche Änderungen am Netting-Prozess wären erforderlich, um dessen Vorteile aufrechtzuerhalten. Die Aufhebung des Nettings hätte zur Folge, dass während eines Handelstages größere Mengen an Wertpapieren und Bargeld bewegt werden müssten. Dadurch steigt das Risiko von Handels- und Abwicklungsfehlern.

Echtzeit Bestandsreporting

Ein Realtime- oder Near-Realtime-Bestandsreporting wäre erforderlich, um einen aktuellen Blick auf das Portfolio zu erlauben und ungewollte Short-Positionen zu vermeiden, sowie regulatorische Schwellenwerte zu jeder Zeit einhalten zu können und zusätzlich Risikokalkulationen in Echtzeit zu ermöglichen.

Höhere Anzahl an Failing-Trades

Aufgrund der geringen Zeit ist es nur begrenzt möglich, manuell zu intervenieren und falsch eingestellte Settlementinstruktionen rechtzeitig zu berichtigen, damit diese taggleich settle.

Liquiditätsplanung

T+0 erlaubt keine vorausschauende Liquiditätsplanung, da die nötigen Barbestände taggleich zum Settlement der getätigten Transaktion vorhanden sein müssen. Eine planbare Eindeckung mit Barmitteln ist in einer T+0-Umgebung nicht wie heute umsetzbar.

Erstmissionen, Derivatemärkte und Kapitalmaßnahmen

Abwicklungsaktivitäten im Primärmarkt müssen neu gestaltet werden, um die Ausführung dieser Transaktionen in einem engeren Zeitrahmen zu gewährleisten. Oft erstrecken sich diese Prozesse aufgrund ihrer Komplexität über mehrere Handelstage. Die rechtlichen und vertraglichen Verpflichtungen können möglicherweise nicht innerhalb des Zeitfensters für eine taggleiche Abwicklung erfüllt werden.

Wertpapierleihe

Der aufgrund eines intendierten Verkaufs nötige Recall von verliehenen Wertpapieren durch den Verleiher wäre in einer T+0-Umgebung nicht wie heute praktizierbar und würde eine umfassende Überarbeitung der Infrastruktur und der operativen Prozesse erfordern. Im Allgemeinen müsste der gesamte Prozess der Wertpapierleihe über Wertpapierleihagenten in Frage gestellt werden.

8 Fazit und Bewertung

Die geplante Verkürzung des Settlementzyklus von T+2 auf T+1 bringt zahlreiche Vorteile mit sich und wird positive Auswirkungen auf die betroffenen Systeme und Prozesse in der Finanzindustrie haben. Weiterhin werden sich die Abwicklungskosten auf lange Sicht dank modernerer, harmonisierter und digitalisierter Settlementprozesse verringern. Dennoch bleibt festzuhalten, dass die Umsetzung der prozessualen und systemseitigen Anforderungen sehr kurzfristig erfolgen muss und dadurch ein wachsender Druck auf die Marktteilnehmer entsteht. Da alle Wertpapierabwicklungsprozesse potenziell betroffen sind, sollten Finanzinstitute zeitnah damit beginnen, interne Vorstudien durchzuführen, um Abhängigkeiten und Anpassungsbedarfe zu identifizieren. Des Weiteren ist eine frühe Aufwandsschätzung unabdingbar, um die erwarteten Kosten für die umfangreichen Anpassungen frühzeitig zu erfassen und zu planen.

Erwartete Verbesserungen:

-  Risikoreduktion
-  Automatisierung und Modernisierung der Systeminfrastruktur
-  Effizienterer Kapitaleinsatz
-  Standardisierung der Kommunikation

Reduzierung von monetären und operativen Risiken

Mögliche Hürden und Risiken:

-  Kurze Projekttimeline
-  Hohe Umsetzungskosten
-  Anpassung der End-to-End-Prozesse
-  Unterschiedliche Settlementzyklen
-  Pflege der Kontrahenten-Daten
-  Anpassung Cut-off und Batch-Zeiten

Enormer interner und externer Aufwand innerhalb kürzester Zeit



9 Quellenverzeichnis

- 1) Zdrzalek, L. (30. 01 2021). Klar, dass das in Tränen endet. Wirtschaftswoche.
Von: <https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/gamestop-aktie-klar-dass-das-in-traenen-endet/26867424.html>
- 2) McCrank, J. (18. 02 2021). Explainer: How were more than 100% of GameStop's shares shorted?. Reuters.
Von: <https://www.reuters.com/article/us-retail-trading-shortselling-explainer-idUSKBN2AI2DD>
- 3) SPIEGEL Wirtschaft. (19. 05 2022). Hedgefonds Melvin Capital hat sich verzockt – und muss aufgeben.
Von: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/gamestop-saga-hedgefonds-melvin-capital-gibt-auf-a-2d56d334-1e13-4b60-8919-0036fa07a69d>
- 4) DTCC, sifma, ici, & Deloitte. (2022). T+1 Securities Settlement Industry Implementation Playbook.
Von: https://www.dtcc.com/-/media/Files/PDFs/T2/T1-Industry-Implementation-Playbook.pdf?mkt_tok=NjY5LVFJTC05MjEAAAGF_k0mxtaGkIRQ28q2iNMmBN3KojdLI8KiGXsL_csT9DM3sntWhjmHzNJHd9EIh5V_-GehXFY0itHbu1FiGLE
- 5) Investment Company Institute. (2018). ICI.org.
Von <https://www.ici.org/ssc/background>
- 6) DTCC. (2022). Accelerated Settlement (T+1). DTC, NSCC and ITP Functional Changes.
Von: https://www.dtcc.com/-/media/Files/PDFs/T2/T1-Functional-Changes.pdf?mkt_tok=NjY5LVFJTC05MjEAAAGGAuAiTYbdgpzZAMyukjkiJUzqGO2y4KqLz_D7okkmPkh_jH5e3StWxkEzh-x0u922p5VbxknezVlkGzOQM5FU3v4Vj2HNXslrERKYFjY3agqweA

Über Cofinpro (www.cofinpro.de)

Cofinpro unterstützt Deutschlands führende Banken und Fondsgesellschaften in der Management-, Fach- und Technologieberatung. Zu den Kunden zählen große Geschäfts-, Landes- und Förderbanken sowie die genossenschaftliche Finanzgruppe. Gegründet 2007 als mitarbeitergetragene Aktiengesellschaft beschäftigt die Unternehmensberatung inzwischen rund 250 Bank- und Technologieexperten. Das Haus hat 2023 zum 13. Mal in Folge vom Great Place to Work® Institut die Auszeichnung als einer der besten Arbeitgeber Deutschlands erhalten.

Kontakt

Cofinpro AG
Untermainkai 27–28
60329 Frankfurt am Main
marketing@cofinpro.de
www.cofinpro.de