

# No day after tomorrow 2.0

DTCC halbiert den Settlementzyklus von T+2 auf T+1  
(Inkl. Kundenbefragung)

Ein Insight-Paper der Cofinpro AG



1 Einleitung .....	3
2 What's new? .....	4
3 Auswertung der Marktumfrage .....	4
4 Handel zwischen T+1- und T+2-Märkten .....	6
5 Weitere wichtige Anmerkungen .....	8
6 T+1 in Europa .....	9
7 Stand der aktuellen Diskussion .....	10

## 1 Einleitung

Bereits im August 2022 konnten wir mit unserem ersten Whitepaper neue Informationen zum Thema T+1 liefern.

In unserem Whitepaper beschrieben wir unter anderem:

- Erwartete Verbesserungen,
- Risiken und Hürden der geplanten Umstellung,
- Auswirkungen auf den Abwicklungsprozess,
- und warum nicht gleich eine Umstellung auf T+0 erfolgt.

Auf dieser Basis und da die Umstellung auf T+1 durch die jüngste Veröffentlichung der SEC weiter an Fahrt aufgenommen hat, möchten wir mit unserem zweiten Whitepaper das Thema noch weiter vertiefen.

Dabei greifen wir neben den neuen Marktinformationen und der Expertise von Cofinpro auch auf das Expertenwissen betroffener Marktteilnehmer zurück.

Im Vorfeld zu unserem zweiten Whitepaper haben wir eine Marktumfrage zum Thema T+1 durchgeführt. Die Teilnehmer waren Asset Manager, Verwahrstellen, CSDs, aber auch Universalbanken, die in unterschiedlichen Formen von der Umstellung des amerikanischen Standardsettlementzyklus auf T+1 betroffen sind. Durch die Rückmeldungen der Befragten erhielten wir detaillierte Informationen über die Bereiche, die als betroffen eingestuft wurden. Darüber hinaus konnten wir uns einen Überblick verschaffen, ob das Thema T+1 in den entsprechenden Unternehmen bereits auf der Agenda steht.

## 2 What's new?

Nach einer langen Konsultations- und Diskussionsphase hat die SEC am 15.02.2023 offiziell die Umsetzung des verkürzten Settlementzyklus von T+1 bestätigt. Zum nun festgelegten Go-Live-Termin am 28.05.2024 werden Aktien, Unternehmensanleihen und Fondsanteile auf dem US-Markt im verkürzten Zyklus gesettelt.

Des Weiteren soll mit den finalen Regularien auch die Abwicklung von Trades institutioneller Handelsteilnehmer verbessert werden. Dazu wird von den Broker-Dealern entweder der Abschluss schriftlicher Vereinbarungen verlangt oder die Einführung, Beibehaltung und Durchsetzung schriftlicher Richtlinien und Verfahren vorausgesetzt. Diese sollen in angemessener Weise dafür ausgelegt sein, den Abschluss von Allocations, Confirmations und Affirmations spätestens bis zum Ende des Handelstages sicherzustellen.

## 3 Auswertung der Marktumfrage

Spätestens seit Veröffentlichung des AFME-Whitepapers, welches wenige Wochen nach unserem ersten Whitepaper zu T+1 erschien, ist das Thema auch in Europa hinlänglich bekannt. Dies spiegeln auch die Ergebnisse unserer Marktumfrage wider, bei der alle Teilnehmer angaben, bereits von dem Thema gehört zu haben.

Eine weitere Frage, auf die alle Teilnehmer gleichermaßen mit „ja“ geantwortet haben, war die Frage nach vorhandenen Handels- und Settlementaktivitäten in den USA. Dieses Ergebnis verdeutlicht nochmals die Relevanz des Themas, auch für europäische Marktteilnehmer.

Abweichende Rückmeldungen erhielten wir jedoch auf die Frage, ob bereits Analysen zur Anpassung an den verkürzten Settlementzyklus unternommen wurden. Nur knapp die Hälfte der Teilnehmer hat sich bereits genauer mit dem Thema beschäftigt und das, obwohl die Testphasen in den USA seit geraumer Zeit angelaufen sind.

Dennoch nannten alle Befragten Bereiche oder Themengebiete, die ihrer Meinung nach am stärksten von den Änderungen betroffen sind. Die am häufigsten genannten Punkte stellen wir in der folgenden Tabelle vor.

## Die befragten Teilnehmer sehen bei den folgenden Punkten den größten Impact:

<b>Anforderungen der Anbieter von Marktinfrastruktur</b>	<p>Um den Anforderungen zur Umsetzung von T+1 Settlement auf dem US-Markt nachzukommen, werden klare Anforderungen durch die CSDs und Sub-Custodians benötigt. Dadurch wird der Grundstein für eine einheitliche Abstimmung entlang der gesamten Wertschöpfungskette gelegt.</p>
<b>Vertragliche Anpassungen</b>	<p>Die Umsetzung von T+1 erfordert sowohl intern als auch bei externen Zulieferern prozessuale Anpassungen. Das zieht u. a. eine Neugestaltung von Cut-off-Zeiten und den Start von Batchläufen nach sich.</p>
<b>Anpassung des organisatorischen Set-ups</b>	<p>Die Reduzierung des Settlementzyklus um 50% in Verbindung mit der zeitlichen Versetzung verschiedener Märkte wird wohl eine Anpassung am Arbeitszeitmodell einzelner Mitarbeiter zur Folge haben.</p> <p>Die Umfrageteilnehmer weisen hier teilweise auf eventuell notwendige Schichtsysteme hin.</p>
<b>Erhöhung der STP-Rate</b>	<p>Unausweichlich bei einer Halbierung des Settlementzyklus ist die Optimierung der STP-Rate. Neben einer möglichst <b>standardisierten</b> Kommunikation über SWIFT, ist auch eine <b>automatisierte</b> Verarbeitung zwingend erforderlich.</p> <p>Ein in diesem Rahmen häufig genannter Punkt war die Verbesserung der SSIs.</p>
<b>Fails-Management (Exception Handling)</b>	<p>Für manuelle Prozesse, wie z. B. Fail-Management, müssen ggf. neue Mitarbeiter für eine intensive Nachtverarbeitung eingestellt werden.</p> <p>Abstimmungen mit anderen Marktteilnehmern wären sinnvoll, um auch hier eine möglichst automatisierte und standardisierte Kommunikation zu etablieren. Eine Idee eines von uns befragten Kunden war es, die Kommunikation möglichst einfach per GUI stattfinden zu lassen.</p>

Zur Klärung der genannten Punkte und für eine zielgerichtete Arbeitsweise wünschen sich alle Teilnehmer der Umfrage eine aktive Unterstützung auf Verbandsebene, um dadurch klare Vorgaben für die Umsetzung zwischen den verschiedenen Marktteilnehmern zu erhalten.

Zusätzlich zu den oben genannten Punkten wurden weitere Punkte identifiziert, die die Marktteilnehmer unabhängig von dem Volumen der Trade- und Settlementaktivität in den USA betreffen.

Aufgrund der allgemeinen Relevanz dieser Problematiken werden diese im folgenden Kapitel detaillierter beschrieben.

## 4 Handel zwischen T+1- und T+2-Märkten

Aufgrund der zeitnahen Umstellung auf T+1 in den USA (und auch in Kanada) ergeben sich Diskrepanzen bei den Abwicklungen zwischen Märkten, die weiterhin mit T+2 setteln, und den genannten Märkten. Infolgedessen entstehen vor allem Probleme mit verbundenen Geschäften.

Mit verbundenen Geschäften sind unter anderem die Liquiditätsbeschaffung bei Handelsgeschäften in Fremdwährung, Verkäufe von Wertpapieren, die im Rahmen des heutigen Recall Prozess aus der Wertpapierleihe zurückbeordert werden, oder Lieferkettengeschäfte gemeint.

Bei diesen Geschäften können Unterschiede zwischen T+2- und T+1-Märkten zu Settlement-Fails für beteiligte Parteien führen.

Da diese Problematiken auch von einigen unserer Umfrageteilnehmer als problematisch identifiziert wurden, werden sie im Folgenden anhand von zwei Beispielen nochmals veranschaulicht:



### 1) Problematik mit Lieferketten zwischen T+2- und T+1-Märkten

Heute ist es gängige Praxis, Wertpapiere von einem Kontrahenten zu kaufen oder sie durch einen Recall aus der Wertpapierleihe zurückzufordern, und diese anschließend direkt an einen anderen Kontrahenten weiterzuverkaufen. Dieses Vorgehen wird häufig als Lieferkettengeschäft bezeichnet.

## **Zukünftig werden derartige Geschäfte marktübergreifend nur noch bedingt möglich sein:**

Angenommen, ein Händler kauft, wie in der obigen Grafik dargestellt, Wertpapiere von Kontrahent 1 auf dem deutschen Markt und möchte sie dann direkt an Kontrahent 2 auf dem US-Markt verkaufen, so führen die unterschiedlichen Settlementzyklen zu ernsthaften Abwicklungsproblemen.

Die Belieferung des ersten Geschäfts durch Kontrahent 1 erfolgt gemäß dem Standard des deutschen Marktes an T+2. Allerdings muss der Händler an seinen Kontrahent 2 auf dem amerikanischen Markt die Stücke an T+1 liefern. Es entsteht also ein Gap von einem Tag, da die Wertpapiere auf dem amerikanischen Markt geliefert werden müssen, bevor diese auf dem deutschen Markt überhaupt erhalten wurden. Dies führt zu einem Settlement-Fail auf Seiten des Händlers.

## **2) Liquiditätsbeschaffung bei Handelsgeschäften in Fremdwährung**

Die FX-Spot-Märkte arbeiten heute mit einem Settlementzyklus von T+2. Beim Wertpapierhandel in einem Markt, der ebenfalls nach T+2 funktioniert, kann man sich also, entsprechend der ausstehenden Geschäfte, rechtzeitig mit der benötigten Handelswährung eindecken.

In Zukunft könnte es jedoch zu Problemen kommen, beispielsweise beim Kauf von Wertpapieren auf dem US-Markt. In diesem Fall muss die Liquidität an T+1 vorhanden sein, damit Kauf-Geschäfte abgewickelt werden können. Eine gezielte Eindeckung mit Cash nach dem Handelsgeschäft über einen T+2-Markt ist nicht mehr möglich.

## **Es bedarf also einer besseren Vorausplanung:**

Bei Handelsgeschäften in Fremdwährung kann in einer T+2-Umgebung auch nach dem Abschluss eines Wertpapiergeschäfts für die zeitgerechte Beschaffung von Liquidität in der entsprechenden Währung gesorgt werden, wenn diese taggleich vor Handelsschluss erfolgt. Da auch die FX-Spot-Märkte einem Standardsettlementzyklus von T+2 folgen, sollte am Tag des Settlements eines WP-Trades an T+2 ausreichend Liquidität zur Verfügung stehen.

## 5 Weitere wichtige Anmerkungen

### In Zukunft muss jedoch auch beim Liquiditätsmanagement die Diskrepanz zwischen T+2 und T+1 beachtet werden:

Möchte beispielsweise ein deutscher Händler, der in EUR handelt, zu einem beliebigen Zeitpunkt in US-Dollar denominierte Wertpapiere in den USA kaufen, so muss dieser seine Liquidität weiter im Voraus planen. Da ein dort getätigtes Wertpapiergeschäft bereits an T+1 gesettelt werden soll, ist es nicht möglich, erst am Trade-Date für ausreichend Liquidität zu sorgen. Diese stünde bei einer T+2-Abwicklung zu spät für das Settlement des WP-Geschäfts zur Verfügung. Daher müssen interne Prozesse zur Sicherstellung ausreichender Liquidität angepasst werden.

Um derartige Probleme beim Handel zwischen Märkten mit unterschiedlichen Standardsettlementzyklen zu umgehen, ist die Verkürzung auf T+1 auch in Europa eine mögliche Lösung. In unserer Umfrage haben wir die Teilnehmer ebenfalls gefragt, ob eine solche Lösung tatsächlich wünschenswert wäre.

### Grundsätzlich wird eine Umstellung auf T+1 in Europa als positiv angesehen.

Auf die Frage, inwiefern dies eine sinnvolle Entwicklung für den europäischen Markt wäre, antworteten unsere Befragten nahezu einstimmig. Der Großteil der Teilnehmer unserer Umfrage sieht einen klaren Mehrwert in einem verkürzten Settlementzyklus. 20 Prozent der Befragten beschreiben die aktuelle Geschäftsabwicklung sogar als „nicht mehr zeitgemäß“.

Für den Fall, dass dieses Projekt in Europa jedoch nicht optimal geplant wird, sehen einige der befragten Kunden vor allem ihre Settlement-Effizienz gefährdet und rechnen dadurch mit höheren CSDR-Penalties. Jedoch vertreten sie auch die Meinung, dass auf lange Sicht T+1 sicherlich ein Schritt in die richtige Richtung für den europäischen Markt ist.



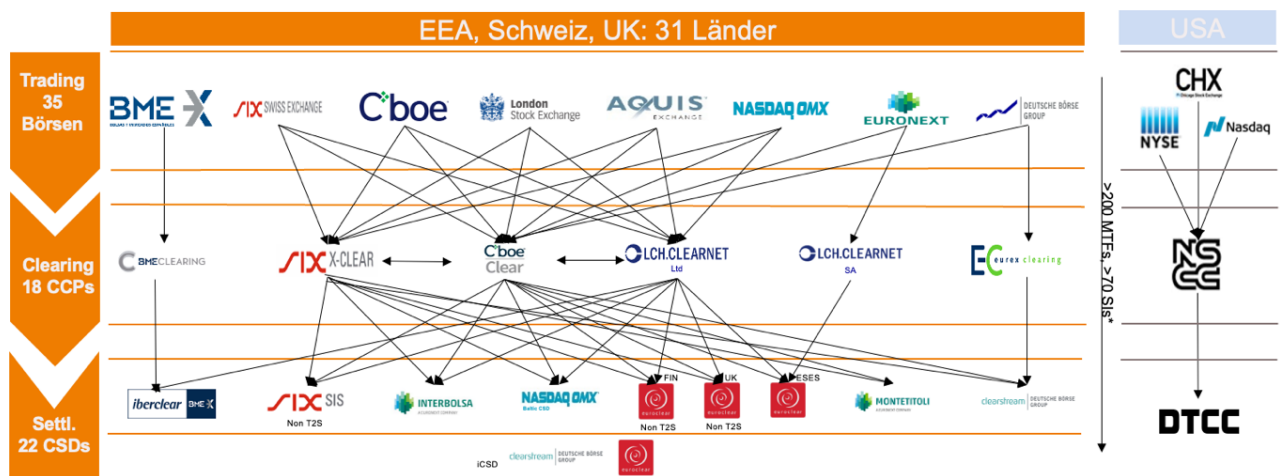
## 6 T+1 in Europa

Wie bereits eingangs beschrieben, ist eine T+1-Implementierung in Europa nicht ohne weiteres möglich. Dabei ist jedoch nicht nur der komplexe Aufbau der europäischen Trade- und Post-Trade Marktinfrastruktur zu berücksichtigen, sondern auch die 14 verschiedenen Währungen und die Unterschiede in der Gesetzgebung der einzelnen Länder.

### Hintergrund

Die europäische Trade-Landschaft umfasst 31 Länder mit 35 verschiedenen Börsen, 18 CCPs und 22 Zentralverwahrern\*. Zudem verfügt fast jedes europäische Land über einen eigenen CSD; Ausnahmen hierbei sind lediglich die beiden ICSDs Clearstream International und Euroclear Bank. Eine Art Konsolidierung auf CCP-Ebene ist allenfalls bei SIX, LCH und Cboe Clear Europe zu erkennen, da diese das Clearing über verschiedene Börsen und CSDs hinweg ermöglichen und darüber hinaus untereinander interoperabel sind. Diese fragmentierte Aufteilung des europäischen Marktes lässt deshalb keinen direkten Vergleich mit der Marktinfrastruktur in den USA zu.

In den USA werden nämlich nur drei große Börsen betrieben, wobei der größte Unterschied zu Europa im nachbörslichen Handel zu beobachten ist. Hier werden alle Clearing- und Settlement-Vorgänge über die im gemeinsamen Besitz liegende DTCC abgewickelt. So bedient ein einzelner CCP und ein CSD den gesamten amerikanischen Markt.



\*Ausführung bilateraler Geschäfte ohne CCP, die von der Börse direkt zu CSD geleitet werden

## 7 Stand der aktuellen Diskussion

In den USA läuft seit April 2022 die von der DTCC aufgesetzte T+1-Working-Group-Serie, in der Marktteilnehmer aktiv über das geplante Vorgehen informiert werden.

Auch in Europa erhält T+1 mittlerweile immer mehr Aufmerksamkeit. In jüngster Vergangenheit gab es erste Roundtables und Veröffentlichungen, die sich mit den Auswirkungen der T+1-Umstellung auf die Euro-Märkte befassten. In ihrem Whitepaper befürwortet die AFME eine Überprüfung bestehender Regularien und Best Practices und ruft Unternehmen zu der Durchführung einer initialen Front-to-Back-Betroffenheitsanalyse auf. In erster Linie müssen vor der Umstellung auf T+1 alle Hindernisse klar verstanden werden. Mit diesem Ziel hat sowohl das Vereinigte Königreich, als auch die AFME die Einrichtung einer „Industry Taskforce“ angekündigt, die sich mit den relevanten Fragestellungen befassen soll.

### Erste Lösungsansätze in Europa fördern die Verbesserung der operativen Prozesse mit Fokus auf Automatisierung und Harmonisierung:

- Überarbeitung veralteter Technologien
- Abkehr von der Batchverarbeitung und Nutzung von APIs zum Austausch von Daten in Echtzeit
- Dematerialisierung aller Wertpapiere und Förderung der elektronischen Erfassung über Zentralverwahrer, um die Abwicklung schneller ausführen zu können
- Anpassungen der CSTD-Settlement-Disziplin
- Ermöglichung von Matching am Trade Date
- Verstärker Einsatz von Partial Settlement, um Abwicklungsausfälle zu vermeiden
- Erweiterung der Betriebszeiten und Anpassungen an die Settlementzyklen bei CSDs, eventuelle Verkürzung des Handelstages

Die Initiative zur Vereinheitlichung der verschiedenen europäischen Post-Trade-Landschaften wird mit der Umstellung auf T+1 keinesfalls abgeschlossen sein.

Mit dem Einsatz von Blockchain/DLT wäre ein sofortiges Settlement (T+0) möglich, da eine automatisierte Abwicklung der beidseitigen Verpflichtungen auf technischer Ebene in Echtzeit durchführbar ist (DvP bzw. DvD). Um diese Entwicklung voranzutreiben, hat der Regulator mit dem DLT Pilot Regime eine Sandbox geschaffen, die den Marktteilnehmern die Erprobung des Umgangs mit derartigen Technologien unter Verwendung digitaler Finanzmittel ermöglicht und diese zur Gestaltung der künftigen Gesetzgebung in diesem Bereich motivieren soll. Diesem Thema werden wir uns im nächsten Whitepaper unserer T+1-Serie widmen.

## Über Cofinpro ([www.cofinpro.de](http://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](mailto:marketing@cofinpro.de)  
[www.cofinpro.de](http://www.cofinpro.de)