

Die Einführung eines Markts für Traded Options und Financial Futures in der Schweiz

1. Einleitung

Im Herbst 1985 entschied die «Commission Tripartite Bourses» (CTB), ein Projektteam mit dem Aufbau einer elektronischen Optionen- und Futures-Börse in der Schweiz zu beauftragen. Dieses Projektteam «Swiss Options and Financial Futures Exchange, kurz: SOFFEX», begann im Januar 1986 unter der Projektleitung von Arthur Andersen & Co. seine Arbeit. Dem Team gehören vollamtliche Vertreter der Grossbanken, der Effektenbörsen sowie der Firma Arthur Andersen an. Das Ziel des Projekts ist in erster Linie die Entwicklung eines vollautomatisierten Handels- und Clearingsystems. Zusätzlich behandelt das Team wichtige Elemente, welche mit der Einführung eines Optionen- und Futures-Markts in der Schweiz im Zusammenhang stehen. Hierunter fallen unter anderem rechtliche und steuerliche Aspekte, Marketing und Ausbildung, Produktgestaltung usw.

Das Projektteam rapportiert periodisch einem für diesen Zweck gebildeten «Steering Committee Options and Futures» (SCOF), welches aus den Börsenchefs der drei Grossbanken und den Direktoren der Effektenbörsen von Basel, Genf und Zürich zusammengesetzt ist. Zusätzlich werden Detailspekte des Projekts mit Experten in- und ausländischer Banken, Brokern und Börsen innerhalb regelmässiger stattfindender Sitzungen behandelt.

Der Handelsbeginn in diesen für die Schweiz neuen Finanzinstrumenten ist auf Anfang 1988 vorgesehen.

2. Die Gründe für die Einführung eines schweizerischen Markts für Traded Options und Financial Futures

Zu den wesentlichsten Gründen für die Errichtung eines schweizerischen Optionen- und Financial-Futures-Markts gehören:

a) Zunehmende Bedeutung sogenannter «derivative markets»

Seit der Einführung der ersten Traded Options und Financial Futures an ausländischen Börsenplätzen – allen voran *Chicago* – nimmt die Bedeutung dieser Instrumente auf den internationalen Finanzmärkten ständig zu. Heute werden international täglich mehr als 1 Million Options- und 500 000 Financial-Futures-Kontrakte mit einem Kontraktgegenwert von rund 15 bzw. 110 Milliarden Dollar umgesetzt. Insbesondere von institutioneller Seite ist eine zunehmende Nachfrage nach diesen Produkten festzustellen.

b) Erhöhung der Attraktivität des Finanzplatzes Schweiz

Der Handel in Optionen und Financial Futures hat die Marktliquidität und -effizienz der entsprechenden Kassamärkte erhöht. Damit einhergehend stieg die Attraktivität der einzelnen Finanzplätze (*Chicago*, *New York*, *London*, *Amsterdam* usw.) nachhaltig. Eine ähnliche Entwicklung ist auch in der Schweiz zu erwarten, werden doch mit den Finanzinstrumenten attraktive Anlagemöglichkeiten und neue Ab-

sicherungstechniken (Hedging) geschaffen, wodurch das Portfolio-Management in der Schweiz professioneller betrieben werden kann.

c) Internationalisierung und Globalisierung der Märkte für Optionen und Financial Futures

Im Zuge der Internationalisierung der Finanzmärkte sind bis zum heutigen Zeitpunkt in 13 verschiedenen Ländern Optionen- und/oder Financial-Futures-Märkte errichtet worden. Wenn der Erfolg der einzelnen Märkte auch unterschiedlich zu bewerten ist, so bleibt dennoch unbestritten, dass das Bedürfnis nach diesen Finanzinstrumenten weltweit zunimmt. Zwei Entwicklungen sind beachtenswert:

1. Das Angebot von Options- und/oder Futures-Kontrakten ist in einzelnen Märkten nicht mehr nur auf «heimische» Basiswerte beschränkt.
2. Einige Märkte schliessen sich in funktionaler und technischer Hinsicht mit der Zielsetzung zusammen, die Handelszeiten einzelner Kontrakte über die eigene Zeitzone hinaus auszuweiten (Globalisierung).

Vor diesem Hintergrund ist die Errichtung eines schweizerischen Markts für Optionen und Financial Futures eine wichtige Voraussetzung, um den Stellenwert als internationaler Finanzplatz verteidigen zu können.

3. Das Konzept der elektronischen Börse

Ein Wesensmerkmal des geplanten schweizerischen Markts ist der *automatisierte Kontrakt-handel*. In dieser Hinsicht weicht der schweizerische Optionen- und Financial-Futures-Markt von der klassischen Börsenhandelsform ab, wo Transaktionen nach dem A-la-criée-System abgewickelt werden. Dennoch sollen mit dem schweizerischen Modell alle an ausländischen Börsenplätzen anzutreffenden Funktionen soweit wie möglich wahrgenommen werden können. Grundsätzlich werden vom schweizerischen Handels- und Clearingsystem folgende vier Prozesse unterstützt (Abb. 1):

a) Unterstützung des notwendigen Informationsflusses

Für alle direkt oder indirekt an der Börse Beteiligten ist die Real-time-Verbreitung aller han-

Unterstützung des notwendigen Informationsflusses	Unterstützung der Marktaktivitäten der Börsenmitglieder
Administration und Überwachung der Börse	Verarbeitung von Transaktionen

Abb. 1: Das Konzept des elektronischen Handels.

delsrelevanten Informationen und Daten von äusserster Wichtigkeit. Dazu gehören:

- Aktuelle Aktienkurse (Comptant- und Terminkurse der Basiswerte an den wichtigsten Aktienbörsen)
- «Statistische» Aktienkurse (Eröffnung-, Tageshöchst-, Tagestiefst- und Schlusskurs)
- Aktuelle Options- und Futures-Kurse
- «Statistische» Options- und Futures-Daten (Eröffnung-, Tageshöchst-, Tagestiefst- und Schlusskurs, Volumen und Open Interest)
- Weitere Informationen (beispielsweise Aussetzen des Handels in einem Basiswert, einer Optionsserie usw.)

b) Unterstützung der Marktaktivitäten der Börsenmitglieder

Notwendigerweise muss ein elektronisches Handelssystem alle diejenigen Aktivitäten der Börsenmitglieder unterstützen, welche zum Abschluss von Transaktionen führen. Darin liegt auch ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal des schweizerischen Handelssystems zu anderen bestehenden Modellen: Instinet (USA), INTEX (Bermudas), OM (Schweden) usw. Mit anderen Worten soll das einzelne Börsenmitglied in der Lage sein, Börsenaufträge zu erfassen («electronic order book»), Geld- und Briefkurse zu stellen («electronic market making») und «Verhandlungen» zu führen («electronic negotiation»). Da im Optionen- und Futures-Handel nicht nur lediglich sogenannte «Out-right-Positionen» (Kauf oder Verkauf einer bestimmten Optionsserie bzw. von Futures eines bestimmten Verfallmonats) eingegangen werden, sind obige Funktionen auch für «Kombinationen» (beispielsweise Spreads) anwendbar. Daraus wird ersichtlich, dass durch das elektronische Handelssystem alle Funktionen eines klassischen «Trading-Floors» soweit wie nur möglich nachvollzogen werden können.

c) Verarbeitung von Transaktionen

Die von den Marktteilnehmern eingegangenen Positionen beinhalten ein beachtliches Kredit- und Erfüllungsrisiko. Um diesen (Kontrakt-)Risiken zu begegnen, wird analog zu ausländischen Märkten auch in der Schweiz eine Clearingorganisation errichtet, welche alle Funktionen der Kontraktgegenpartei übernimmt. Zusätzlich garantiert sie sowohl dem Käufer als auch dem Verkäufer die Kontrakterfüllung, indem sie von diesen den Positionen und Risiken entsprechende Garantiehinterlagen (Prämien bzw. «margins») einverlangt. Indem die Clearingorganisation als Vertragspartei zwischen Käufer und Verkäufer von Kontrakten tritt, verschafft sie den Marktteilnehmern die volle Flexibilität, die eingegangenen Kontrakte jederzeit mit einer anderen als der ursprünglichen Gegenpartei zu schliessen.

Aus diesen Ausführungen geht hervor, dass die Clearingorganisation für die Funktionsweise eines Optionen- und Futures-Markts von ausserordentlicher Bedeutung ist. Daher ist es unerlässlich, dass nach dem Abschluss von Transaktionen alle entsprechenden Daten an die Clearingorganisation weitergeleitet werden. Nur so kann die Verarbeitung von Transaktionen zeitgerecht und vollständig durchgeführt werden.

d) Administration und Überwachung der Börse

Das Vertrauen in die neue Options- und Financial-Futures-Börse kann nur mit einer gründlichen Administration sowie einer lückenlosen Überwachung garantiert werden. Deshalb ist es äusserst wichtig, die entsprechenden Organe mit den notwendigen Aufgaben, Kompetenzen und Verantwortlichkeiten zu versehen, so dass sie ihre Funktionen effizient erfüllen können. Die Administrations- und Überwachungsfunktionen beziehen sich insbesondere auf die Börsenmitglieder, Kontrakte sowie auf das Börsengeschehen und das Clearing House.

4. Die Marktstruktur der elektronischen Börse

Analysiert man ausländische Options- und Futures-Börsen, so ist festzustellen, dass in der Regel zwischen den einzelnen Börsenmitgliedern genau spezifizierte Funktionentrennungen vorherrschen (vgl. Abb. 2). Mit anderen Worten

Börsenplatz	Börsenmitglieder		
	Specialist, Market Maker	Off Floor Trader, Floor Broker, Broker	Board Dealer, Order Book Official
London			
Amsterdam			
Chicago			
New York			

Funktion existiert Funktion existiert nicht

Abb. 2: Funktionentrennung von Börsenmitgliedern an wichtigen ausländischen Optionen- und Futures-Börsen.

wird im Grundsatz zwischen solchen Börsenmitgliedern unterschieden, welche auf eigene Rechnung und eigenes Risiko handeln (z. B. Market Makers), und solchen, welche im Auftrag und auf Rechnung von Kunden handeln (z. B. Broker). Wenn auch andere Faktoren zum ausserordentlichen Erfolg einiger ausländischer Options- und Futures-Börsen beigetragen haben, so übt mit Sicherheit die vorhergenannte Funktionentrennung einen wesentlichen Einfluss aus.

In bezug auf die schweizerische Options- und Futures-Börse erscheint es äusserst sinnvoll, eine analoge Funktionentrennung der Börsenmitglieder vorzunehmen. Diese Einteilung stellt für die Schweiz eine Neuigkeit dar, gilt doch im Aktienhandel an Schweizer Börsen das sogenannte Selbsteintrittsrecht. Im allgemeinen ist jedoch zu erwarten, dass analog zu ausländischen Börsenplätzen die Market Makers wesentlich zur Erzielung einer hohen Marktliquidität beitragen werden.

Unter Berücksichtigung der obenerwähnten Punkte kann die Marktstruktur der elektronischen Börse in der Schweiz gemäss Abb. 3 dargestellt werden. Diese weicht nur unwesentlich von der «klassischen» Marktstruktur ausländischer Börsenplätze ab. Im Gegensatz zu einem A-la-criée-System sind viele der Abläufe jedoch automatisiert, was zu einer drastischen Reduk-

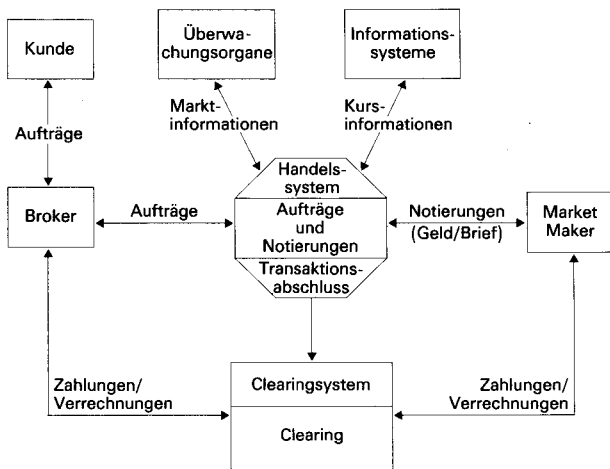


Abb. 3: Die Marktstruktur der elektronischen Börse der Schweiz.

tion der Fehlerhäufigkeit sowie Erhöhung der Transaktionsgeschwindigkeit führen sollte.

5. Die wichtigsten Konsequenzen für den Finanzplatz Schweiz

Die Einführung eines Optionen- und Financial-Futures-Markts hat für die Schweiz die folgenden Konsequenzen:

a) Konsequenzen für die Aktienbörsen

Für die effiziente Funktionsweise eines Optionen- und Futures-Markts ist ein enger Zusammenhang mit dem Markt der Basiswerte notwendig. Im Fall der Schweiz bedeutet dies, dass zwischen der Aktienbörse und dem neuen Markt jederzeit eine enge Beziehung aufrechterhalten werden muss. Somit ergibt sich eine erste Konsequenz darin, dass die Basiswerte der Kontrakte eine kontinuierliche Preisnotiz aufweisen müssen. In dieser Hinsicht ist der permanente Handel ausgewählter Aktien an den Börsen von Basel, Genf und Zürich äusserst begrüssenswert.

Durch Options- und Index-Futures-Transaktionen werden vermehrt Aktientransaktionen ausgelöst. Deshalb müssen die Aktienbörsen bzw. die Ringbanken in der Lage sein, ein höheres Volumen abwickeln zu können, als dies heutzutage der Fall ist. Die Einführung des Kontrakthandels müsste also die Marktliquidität der Basiswerte fördern. Zu hoffen bleibt, dass in naher Zukunft auch Massnahmen getroffen werden, welche zu einer verbesserten

Markttransparenz des schweizerischen Aktienmarktes führen.

b) Konsequenzen für die technologische Umwelt

Für den Aufbau einer elektronischen Börse müssen alle notwendigen technischen Verbindungen erstellt werden. Diese betreffen einerseits das Netzwerk zwischen den Börsenmitgliedern und der Options- und Financial-Futures-Börse sowie die Schnittstellen zu Finanzinformations-, Zahlungs- und Wertschriftenlieferungssystemen.

c) Konsequenzen für das Marketing und die Ausbildung

Nach wie vor sind die Kenntnisse über die neuen Finanzinstrumente in der Schweiz noch sehr spärlich gestreut. Daher sollten potentielle Marktteilnehmer über die Entwicklungen auf den Finanzmärkten sowie über die Chancen und Risiken dieser «neuen» Instrumente aufgeklärt werden. Es wäre wünschenswert, dass höhere Ausbildungsstätten (Hochschulen, Universitäten, Fachschulen usw.) dazu übergangen, die Behandlung neuer Finanzinstrumente in den Lehrplan einzubauen. Nur durch gezielte Ausbildungs- und Marketingmassnahmen kann ein Erfolg an der Börse garantiert werden. Das Projektteam befasst sich eingehend mit der Konzipierung und Durchführung geeigneter Ausbildungsprogramme, welche auf die einzelnen Zielpublika (Börsenhändler, Anlageberater, Kunden usw.) abgestimmt sind.

d) Konsequenzen für die Marktteilnehmer

Mit dem Einstieg in den Handel und die Vermittlung von Optionen und Futures betreten viele der am Markt zugelassenen Teilnehmer Neuland. In dieser Beziehung kommt der oben angesprochenen Ausbildung des Mitarbeiterstabs und Managements grösste Bedeutung zu. Die Marktteilnehmer haben jedoch auch bis zur Eröffnung des Marktes für eine geeignete Aufbau- und Ablauforganisation für den Handel und die Abwicklung dieser neuen Instrumente zu sorgen. Ziel des Projektteams ist es, die Marktteilnehmer zu diesen Bereichen soweit wie möglich zu unterstützen. In diesem Zusammenhang hat das Projektteam eine Evaluation von ausgewählten Backoffice-Supportsystemen durchgeführt. Die Resultate stehen in

Form eines Management Summary den interessierten Teilnehmern zur Verfügung. Da die Installation dieser Systeme viel Zeit in Anspruch nimmt, ist einer internen Auswertung und baldigen Errichtung einer geeigneten Backoffice-Lösung hohe Priorität zuzurechnen.

Im weiteren werden vom Projektteam Richtlinien betreffend interne Organisation und Kontrolle erstellt, welche als Grundlage für die Aufbau- und Ablauforganisation im Optionen- und Futures-Handel dienlich sein sollen.

6. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Der Einführung von Traded Options und Financial Futures in der Schweiz stehen keine unlösbaren Probleme entgegen. Sie setzt aber von allen Parteien (Banken, Broker, Börsen, Behörden usw.) ein grosses Engagement voraus. Trotzdem noch zu lösenden Problemen darf man zum heutigen Zeitpunkt zuversichtlich sein, dass ab 1988 auch in der Schweiz Optionen und Financial Futures gehandelt werden.