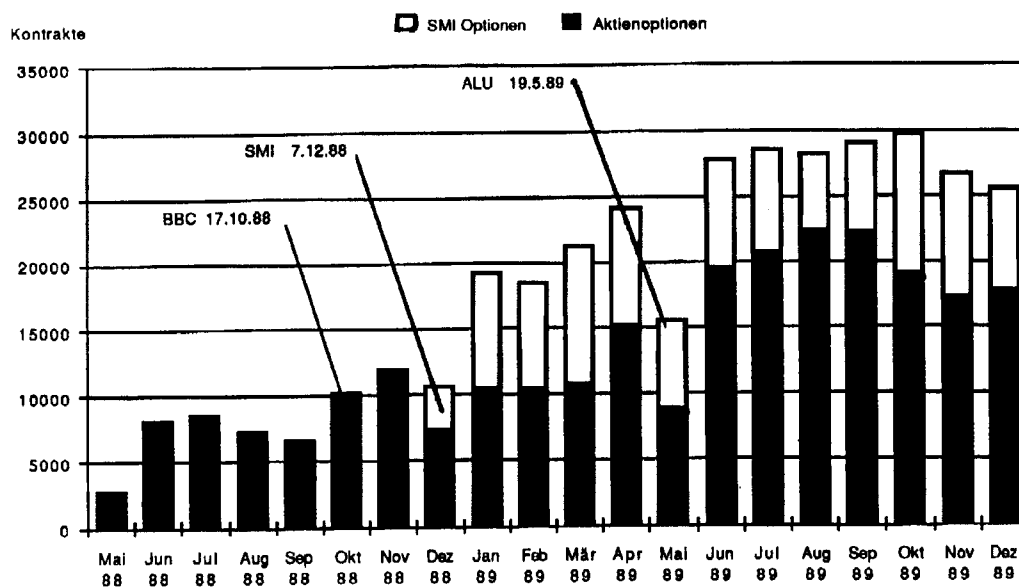


# Erfahrungen mit der Soffex und Zukunftsperspektiven

Nachdem am 19. Mai 1988 die Handelsaufnahme an der SOFFEX, der Swiss Options and Financial Futures Exchange, stattfand, begann auch für den Finanzplatz Schweiz in zweierlei Hinsicht eine neue Aera. Einerseits werden seither in der Schweiz standardisierte Optionen und in absehbarer Zukunft auch Financial Futures gehandelt: die neuen Finanzinstrumente, die in den Vereinigten Staaten bereits Mitte der Siebzigerjahre ihren Siegeszug begannen, hielten somit auch bei uns Einzug. Wie

die Entwicklung der Volumina an der SOFFEX beweist (vgl. Abbildung 1), wurde mit diesem neuen Markt ein echtes Bedürfnis abgedeckt. Entgegen den geäußerten Vermutungen der seinerzeitigen Kritiker, entstand mit der SOFFEX in keiner Weise ein Tummelfeld, ausschliesslich für professionelle Händler. Der Anteil der privaten und institutionellen Anleger erreichte in der Zwischenzeit einen beachtlichen Anteil (vgl. Abbildung 2) am Gesamtvolumen des Marktes.

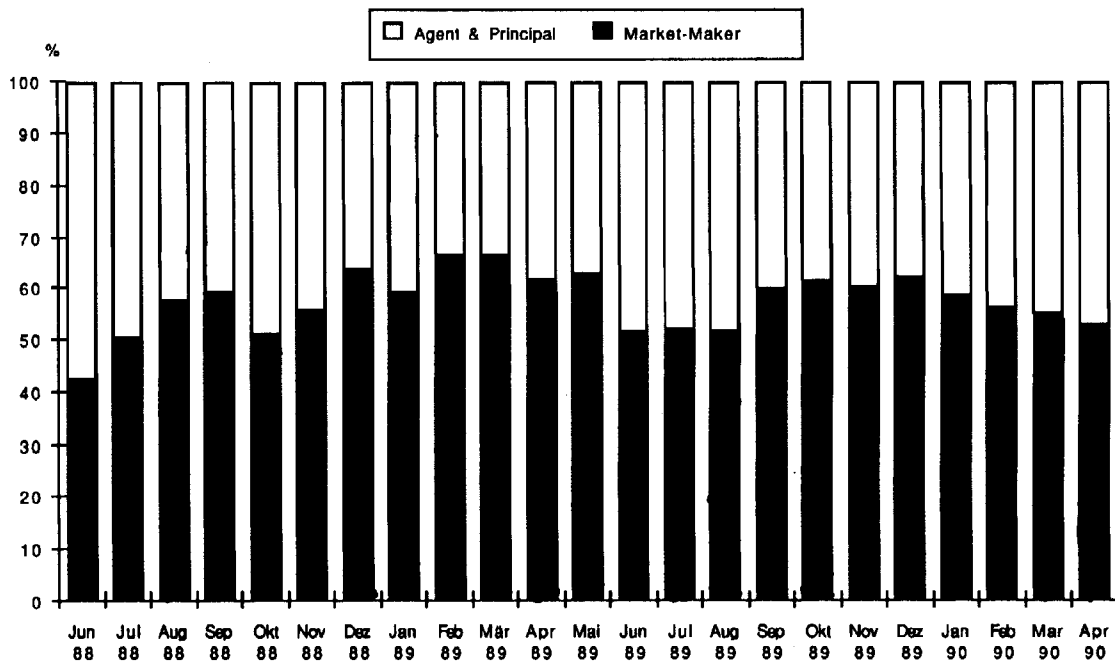
Abbildung 1: Durchschnittliches Tagesvolumen.



Legende:

Durchschnittliche Anzahl gehandelter Kontrakte pro Tag mit Hinweis auf neu aufgenommene Basiswerte seit Eröffnung der SOFFEX am 19. Mai 1988.

Abbildung 2: Market-Maker-Anteil am Total der gehandelten Kontrakte.



Legende:

Anteil der Market Maker Transaktionen am Gesamtvolumen pro Kalendermonat.

Andererseits entstand zum ersten Mal in der Schweiz eine vollelektronische Börse, die sich durch mehrere Neuheiten von den bis dahin bekannten elektronischen Handelssystemen unterscheidet. Nebst der Möglichkeit, den Handel über unser gesamtschweizerisches System abzuwickeln, verarbeitet die SOFFEX unmittelbar nach erfolgtem Geschäftsabschluss alle Transaktionen in ihrem integrierten Clearing House. Somit ist der Händler jederzeit in der Lage, seine aktuellen Positionen einzusehen. Das Clearing House seinerseits ist wiederum vollautomatisiert und trägt in allen Teilen dem Sicherheitsbedürfnis eines derivativen Marktes Rechnung. Die laufende Verbuchung der getätigten Abschlüsse gehört hier ebenso dazu, wie die vollautomatisierten Abläufe bei Ausübungen und Zuteilungen von Optionen. Während den regelmässigen Nachtverarbeitungen werden die Prämien Guthaben bzw. -verpflichtungen der Clearing Mitglieder erfasst, die Margenerfordernisse berechnet und - sofern ein Mitglied nicht über genügende Guthaben bei der

SOFFEX verfügt - mittels Lastschriftverfahren direkt auf dem Girokonto des entsprechenden Mitgliedes bei der Schweizerischen Nationalbank belastet. Bei den Ausübungen und den Zuteilungen von Optionen unternimmt die SOFFEX - ebenfalls vollautomatisch - die notwendigen Schritte, damit die Lieferung und die Bezahlung der Aktien regelkonform durchgeführt werden.

Die Einführung eines neuen Instrumentes, welches in einer neuen Art zu handeln war, rief auch nach neuen Usancen, die auf dem Finanzplatz Schweiz noch unbekannt waren. Die Verknüpfung des Handels mit dem Clearing machte es unabdingbar, dass ein echter Börsenzwang durchgesetzt werden musste. Neu im Vergleich zum Effektenmarkt an den Schweizer Börsen ist die klare Unterscheidung der Kunden- von den Eigengeschäften bereits bei der Eingabe des Auftrages in das Handelssystem. Mit dieser Massnahme kann das an der SOFFEX bestehende Kompensationsverbot von Aufträgen sichergestellt werden. Damit dem Markt die notwendige

Liquidität zur Verfügung steht, wurde schliesslich auch die Funktion des Market Makers eingeführt. Dieser ist verpflichtet, in den von ihm frei gewählten Basiswerten dauernd verbindliche Geld- und Briefkurse zu stellen. Rückblickend auf die ersten zwei Jahre Handel an der SOFFEX kann mit Genugtuung festgestellt werden, dass alle dies Neuerungen mehrheitlich gut funktionieren. Insbesondere im Bereich des Market Makings kann aber noch eine Verbesserung erreicht werden. Wohl waren von Beginn an die Erwartungen an diese Funktion sehr hoch und teilweise mit gewissen Illusionen behaftet. Die Qualität des Market Makings in einem derivativen Markt ist aber unabdingbar mit der Qualität und dem Marktgebühren des Basismarktes verknüpft. Verbesserungen müssen somit Hand in Hand gehen.

Neu an der SOFFEX ist auch der Umstand, dass zum ersten Mal gesamtschweizerisch in nur einem Markt gehandelt wird. Die Erfahrungen damit waren bis anhin ausnahmslos gut. Es zeigte sich schon sehr schnell, dass auch solche SOFFEX-Mitglieder, die ihr Domizil nicht an einem herkömmlichen Börsenplatz haben, einen wesentlichen Beitrag an die Liquidität unsere Börse leisten. Rund ein Achtel aller gehandelter Kontrakte wurden in den vergangenen zwei Jahren durch Institute, welche ihren Sitz ausserhalb Basels, Genfs und Zürichs haben, abgeschlossen.

Der übererwarteten grosse Erfolg der standardisierten Optionen in der Schweiz gibt den seinerzeitigen Initiatoren der SOFFEX recht. Ein moderner Finanzplatz muss über diese derivativen Instrumente verfügen und sie an einer eindeutig organisierten Börse handeln können.

Nicht nur in die neuen Handelsusancen wurden grosse Erwartungen gesteckt. Auch die neue Technik des vollelektronischen Handels führte vor Handelsaufnahme im Jahre 1988 zu verschiedenen Erwartungen und eventuell auch zu entsprechenden Fehleinschätzungen. Jedes vollelektronische System birgt ständig das Risiko eines Betriebsunterbruches aus technischer Sicht in sich. Selbstverständlich ist es die erste Aufgabe eines solchen Systembetreibers, das Risiko so minim wie nur

möglich zu halten. Häufig werden solche technische Pannen mit Hardwareproblemen verwechselt. Dies ist aber nur eine von drei Komponenten, die zu Systemunterbrüchen führen können. Daneben spielen auch Schwächen in der Software wie auch der "Faktor Mensch" eine wichtige Rolle.

Probleme mit der Hardware können in der Regel schnell unter Kontrolle gebracht werden. Mittels Wartungs- und Ersatzmaschinenvereinbarungen mit dem entsprechenden Lieferanten können die Ausfallzeiten der Hardware wenn nicht ausgeschlossen, so doch auf ein vertretbares Minimum gesenkt werden. Wohl könnte - zumindest theoretisch gesehen - durch die Installation von "back-up" Anlagen selbst dieses Minimum auf Null reduziert werden. Jeder Informatiker wird aber zustimmen, dass Hardwareprobleme nicht notgedrungen mit zusätzlicher Hardware "erschlagen" werden können. Zudem wird hier eine Kosten-/Nutzenanalyse schnell einen Schlusstrich unter solche Evaluationen ziehen: die Anschaffung von unproduktiven Anlagen kriert einen nicht zu rechtfertigenden Kostenüberhang, welcher weder im Interesse der Börsenorganisation noch derjenigen der Börsenmitglieder sein kann. Kosten der Börsenorganisation müssen in der Form von Gebühren auf die Teilnehmer und dadurch auf die Investoren überwältigt werden. Und schliesslich ist selbst die Installation von sogenannten "fehlertoleranten Systemen" nicht so "fehlertolerant" wie man sich es gerne wünschen würde.

In der Regel muss für ein Börsen- und Clearingsystem die Applikationssoftware von Grund auf neu erstellt werden, um den marktspezifischen Charakteristika in allen Teilen Rechnung zu tragen. Die SOFFEX Software machte hier keine Ausnahme, denn die Wünsche des Betreibers und der Benutzer stellten hohe Anforderungen an die Entwicklung der Software. Ausserdem ist zu berücksichtigen, dass beim Aufbau des Systems - mangels Erfahrungen - von einer grossen Anzahl von Annahmen auszugehen war. Der Betrieb dieser Software hat in der Folge gezeigt, dass bei der Entwicklung unserer Software von allzu konservativen Schätzungen ausgegangen wurde, wobei angesichts der relativen Unbekanntheit dieser neuen Finanzinstrumente wohl

niemandem ein echter Vorwurf gemacht werden kann. Somit war es unabdingbar, so schnell wie möglich ein Team von Informatikexperten bereitzuhalten, welches in der Lage ist, allfällig auftretende Mängel in der Software zu erkennen und zu beheben.

Aber selbst die "beste Hardware" und eine "perfekte Software" können ohne den Mitarbeiter nicht betrieben werden. Bekanntlich benötigt jede EDV-Lösung Menschen, die die Anlage betreiben und die Software entwickeln, programmieren, testen, verbessern und unterhalten. Der Mensch war nie fehlerfrei und wird es wohl auch nie werden. Mittels organisatorischer Massnahmen kann der Einfluss solcher menschlicher Fehler wohl auf ein Minimum reduziert werden, vollumfänglich ausgeschlossen werden kann er aber nicht.

Unter Berücksichtigung der oben genannten Faktoren, darf man sicherlich mit Stolz von einem annähernd perfekten Betrieb während den zwei vergangenen Jahren sprechen. Wenn wir hin und wieder auch in etwelche Turbulenzen gefahren sind - welche auch vorübergehend zu kleineren Systemausfällen führten -, so darf füglich behauptet werden, dass die SOFFEX ihre Bewährungsprobe auch in technischer Hinsicht vollumfänglich bestanden hat. Die Verfügbarkeit unseres Handelssystems liegt statistisch sehr nahe bei 100 %. Wenn die permanente Verfügbarkeit auch unser Ziel sein muss, so dürfen wir uns im Hinblick auf die Komplexität aber keinerlei Illusionen hingeben. Nicht nur unsere eigenen Fähigkeiten sondern auch diejenigen unserer Systempartner sind ausschlaggebend für den weitergehenden Erfolg unserer Börse. Ein Restrisiko im Betrieb einer elektronischen Börse ist immer vorhanden.

Zum heutigen Zeitpunkt werden an der SOFFEX 13 Aktienoptionen und eine Indexoption auf den Swiss market Index (SMI) erfolgreich gehandelt. Die Aufnahme von weiteren Aktien- wie auch Indexoptionen kann nicht ausgeschlossen werden, obschon der schweizerische Aktienmarkt zur Zeit nicht mehr allzu viele Möglichkeiten aufzeichnet. Die SOFFEX versteht sich als ein Dienstleistungsunternehmen für den Finanzplatz Schweiz. Demzu-

folge werden wir auch in Zukunft diejenigen derivativen Produkte in unseren Handel aufnehmen, die vom Markt verlangt werden. Die Programmierung der Basissoftware für den Handel von Financial Futures auf den SMI läuft auf vollen Touren. Mit der Handelsaufnahme dieses Produktes im Verlauf dieses Jahres werden wir somit dem "FF" in unserem Firmennamen gerecht. Damit ist dann auch der Weg geebnet, weitere Financial Futures Produkte in unser System aufzunehmen.

Da die Nachfrage nach Zinsprodukten ständig im Wachsen ist, dürften sich unsere Entwicklungsaktivitäten nach Einführung des SMI-Futures auf eines oder mehrere Zinsinstrumente konzentrieren. Aus heutiger Sicht kann davon ausgegangen werden, dass in naher Zukunft sowohl ein kurzfristiger Kontrakt gefolgt von einem langfristigen Zinsinstrument zu Verfügung stehen wird.

Im Vergleich zur herkömmlichen Präsenzbörse bietet ein vollelektronisches System sehr viele Vorteile, wobei die ebenfalls bestehenden Nachteile nicht übergangen werden dürfen. Wie bei jeder anderen EDV-Lösung muss auch an der SOFFEX berücksichtigt werden, dass Änderungen und Ergänzungen der Software sehr zeitaufwendig sind. Jede Verbesserung des Systems muss mit grösster Sorgfalt entworfen, programmiert und peinlich genau getestet werden, bevor sie in Produktion gehen kann. Diese Massnahmen sind zwingend, führen aber dazu, dass neue Produkte und Änderungen an bestehenden Produkten nur mit entsprechender Vorlaufzeit eingeführt werden können. Dies ist ein Aspekt, der im hektischen Betrieb des Handels mit seinen häufig wechselnden Anforderungen nicht übersehen werden darf.

Der wohl wesentlichste Vorteil eines elektronischen Handels besteht aber sicherlich für den Anleger in der ausgesprochen grossen Transparenz des Marktes. Auf die Sekunde genau kann an unserer Börse nachvollzogen werden, wann, wie und von welchem Händler eine Transaktion abgeschlossen wurde. Mit den abgespeicherten Daten lassen sich solche Abklärungen auch nach längerer Zeit durchführen. Wohl heisst in unserem Fall Transparenz nicht, dass jeder sehen kann, was jeder tut. Diese

volle Einsicht in das System darf natürlich aus Geheimhaltungsgründen nur einer zentralen SOFFEX-Marktüberwachungsstelle zustehen. Doch verfügen auch alle Mitglieder - und somit auch deren Kunden - über wesentlich mehr Informationen zum Marktgeschehen als sie dies an den Präsenzbörsen erhalten können. Kurzum, der elektronische Handel insbesondere derivativer Instrumente ist für die Anleger eine faire, ordentliche und durchschaubare Angelegenheit.