

Pressekonferenz der Eidg. Bankenkommission vom 27. April 1999

Franz Stirnimann
Vizedirektor der Eidg. Bankenkommission

EUREX - Strukturwandel im europäischen Börsenwesen

I.

Die internationale Börsenlandschaft unterliegt starken Umwälzungen. Der Konzentrationsprozess ist im vollen Gang: Regionale Börsen sind verschwunden oder kämpfen ums Überleben. Ebenso nehmen national begrenzte Börsen an Bedeutung ab. Kosten- und Wettbewerbsdruck beschleunigen die Konsolidierungstendenzen. Das sichtbare Resultat dieser Entwicklung ist ein bei Weitem noch nicht fertig gewobenes Netz von Allianzen, Kooperationen und Fusionen.

II.

Vor diesem Hintergrund haben sich die Deutsche Börse AG und die Schweizer Börse entschieden, auf dem Weg des technischen und organisatorischen Zusammenschlusses eine gemeinsame Börsenorganisation für den elektronischen Handel mit Derivaten - die Eurex - zu schaffen. Mit Eurex wurde somit eine grenzüberschreitende Vereinigung von zwei bislang separat bestehenden elektronischen Börsen - der Deutschen Terminbörse (DTB) und der schweizerischen Soffex AG - zu einem Markt vollzogen. Neben den sich wandelnden und insbesondere steigenden Anforderungen der Finanzintermediäre an eine effiziente Börse (Stichworte Marktliquidität, Internationalisierung der Märkte) haben vor allem auch Kostenüberlegungen zur Entwicklung einer gemeinsamen Handels- und Clearing-Plattform geführt, eine gegenüber dem Alleingang wettbewerbsfähigere Lösung. Die Dynamik des europäischen und weltweiten Börsenwettbewerbs verlangt, so die Überzeugung der Betreiber, eine starke strategische Ausgangslage. Mit dezentralen und standardisierten Zugängen kann das System Eurex von überall her genutzt werden; es steht damit für den Beitritt weiterer Länder bzw. für den Fern-Anschluss (remote access) aus Drittstaaten offen.

Aus der Sicht der Marktteilnehmer ist Eurex somit eine grenzüberschreitende Vereinigung von zwei elektronischen Märkten zu einem Markt. Die Teilnahme an Eurex verlangt grundsätzlich, auch wenn für die Mitglieder der Eurex Deutschland nicht zwingend vorgesehen, eine Doppelmitgliedschaft an der Eurex Deutschland und an der

Eurex Zürich AG. Die Teilnehmer können, gestützt auf ein harmonisiertes Regelwerk, auf einer einzigen Plattform die gesamte Produktpalette, d.h. schweizerische, deutsche und EURO-Produkte, handeln. Daneben sind die Vereinheitlichung des Clearingzugangs zur neu gegründeten Eurex Clearing AG, des Margensystems und der Schnittstellen zu den Settlementssystemen die wesentlichen Bausteine für den vereinheitlichten Markt Eurex.

Rechtlich besteht Eurex aber aus zwei Börsen, der Eurex Zürich AG und der Eurex Deutschland. Wesentlich dabei ist, dass die Eurex Deutschland (als Nachfolgerin der DTB) aufgrund ihrer rechtlichen Ausgestaltung, ihrer Organisation und Überwachung die Anforderungen eines regulierten Marktes im Sinne des EU-Rechts (Art. 15 Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie) erfüllt. Sie kommt damit in den Genuss des „Europapasses“: Zugelassene Wertpapierfirmen bekommen das Recht, Zugang an Eurex zu erhalten und deren Mitglied zu werden, bzw. Eurex erhält die Möglichkeit, Wertpapierfirmen in Drittstaaten innerhalb der EU ohne behördliche Genehmigungen den sog. remote access zu gewähren. Dies ist eine zentrale Voraussetzung für die weiteren Entwicklungschancen von Eurex.

III.

Die Realisierung von Eurex verlangte neben z.T. völlig neuen Lösungen zahlreicher Probleme rechtlicher, betrieblicher, technologischer und organisatorischer Natur (auf die im Folgenden nicht näher eingetreten wird) auch die Bereitschaft aller Beteiligten, adäquate Lösungen für aufsichtsrechtliche Fragen zu finden.

- Mit der gegebenen Ausgangslage wurde eine enge Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden in Deutschland und der Eidg. Bankenkommission (EBK) erforderlich. Die bislang einmalige Eurex-Struktur bedingt eine gemeinsame Aufsichtsverantwortung der Aufsichtsbehörden beider Länder; der Frage der Überwachung musste deshalb besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden. Es galt, zwecks Vermeidung sowohl von Aufsichtslücken als auch von Doppelspurigkeiten die Zuordnung der Kompetenzen und die Koordination der Zusammenarbeit zwischen den involvierten Behörden und den unmittelbaren Aufsichtsinstanzen der beiden Börsen, der Überwachungsstelle der Eurex Zürich AG und der Handelsüberwachungsstelle der Eurex Deutschland, zu definieren und im Regelwerk festzuhalten. Über eine sachgerechte Arbeitsteilung kann die Überwachung sichergestellt werden.

Für behördliche Aufsichtsmassnahmen im Ausland ist grundsätzlich der Amtshilfegeweg zu beschreiten. Kundenrelevante Informationen sind in jedem Fall und von beiden Ländern über die Amtshilfe einzufordern. Dagegen können die Börsen im Rahmen ihrer direkten Marktüberwachung bei den ausländischen Börsenmitgliedern Auskünfte und Nachweise einverlangen, soweit dies für ihre Überwachungstätigkeit

(z.B. Einhaltung des Regelwerks) erforderlich ist. Ausgeschlossen sind aber grenzüberschreitende Vor Ort-Prüfungen und -Kontrollen.

- Die Genehmigung der Eurex-Börsenordnung, welche die bisherigen für die DTB und die Soffex AG geltenden Regelwerke weitgehend harmonisiert, erfolgte einerseits durch das Hessische Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung als die für Frankfurt zuständige deutsche Aufsichtsbehörde, andererseits durch die EBK. Für die EBK war dies der einzige aufsichtsrechtliche Akt bezüglich der Eurex Zürich AG im Sinne einer Genehmigung des revidierten Regelwerks der ehemaligen Soffex AG. Die Erteilung einer neuen Betriebsbewilligung an die Eurex Zürich AG war nicht erforderlich, nachdem diese aus einer einfachen Namensänderung der im Januar 1998 bewilligten Soffex AG hervorging.
- Mit der rechtlichen Ausgestaltung der Eurex-Struktur musste die Eurex Deutschland als nach ausländischem Recht organisierte Börse im Sinne der Börsenverordnung die Bewilligung der EBK erhalten, um in der Schweiz Effekthändlern Zutritt zu ihrer Plattform zu gewähren. Da die gesetzlichen Bewilligungsvoraussetzungen problemlos erfüllt waren, erteilte die EBK denn auch die erforderliche Bewilligung mittels formeller Verfügung.
- Schliesslich muss, wer an einer Börse mit Sitz in der Schweiz den Handel aufnehmen will, Mitglied dieser Börse sein. Konsequenterweise benötigen somit ausländische Effekthändler im Hinblick auf eine Mitgliedschaft an der Eurex Zürich AG eine Bewilligung der EBK als ausländisches Börsenmitglied (remote access). Daher bedurften grundsätzlich alle Mitglieder der Eurex Deutschland einer solchen Bewilligung. Die EBK wählte aber einen pragmatischen Ansatz, indem Ausnahmen von der faktischen Doppelmitgliedschaft (der sog. cross membership) gewährt wurden, wo dies aufsichtsrechtlich gerechtfertigt war. Zudem wurde für die in Deutschland domizilierten Unternehmen ein erleichtertes Bewilligungsverfahren durchgeführt; die EBK erteilte mittels Kollektivverfügung eine Pauschalbewilligung für die Eurex Deutschland-Mitglieder. Neue Mitglieder werden zudem laufend nach einem administrativ stark vereinfachten Verfahren mittels Einzelverfügung zugelassen.

IV.

Eurex ist nun seit über einem halben Jahr operativ. In welchem Ausmass sie sich (auch geografisch) weiterentwickeln wird - mit dem Namen als Programm! -, muss hier offen gelassen werden. Die spannende Frage lautet generell: Wohin führt der Strukturwandel im europäischen Börsenwesen?

Sicher scheint einzig, dass die bestehenden, nach wie vor stark dezentralisierten Strukturen nicht halten werden, dass der Wettbewerbsdruck weiter zunehmen und damit der Konzentrations- und Konsolidierungsprozess beschleunigt wird. Der technolo-

gische Wandel ist nicht nur Ursache, sondern auch Motor des weiterführenden Strukturwandels, für Derivat- wie Kassamärkte; die Zukunft der Handelsstrukturen (Börsen und börsenähnliche Einrichtungen) wird sozusagen „technology-driven“ sein. Die grössten Chancen werden jene Märkte - und das müssen nicht zwingend Börsen im herkömmlichen Sinne sein - haben, welche den Anforderungen der bedeutenden Marktteilnehmer am optimalsten entsprechen werden. In der Tat dürften es sowohl die Emittenten, die potentiellen Investoren möglichst kostengünstige Anlagen ermöglichen wollen, als auch die global tätigen Finanzintermediäre mit den hohen Transaktionsvolumina sein, die letztlich mit ihren Präferenzen entscheiden werden, wo und auf welchen Systemen gehandelt wird.

Ob die Zukunft in einer einzigen „Europa-Börse“ mit gemeinsamer Plattform oder in einer einzigen Börse je Zeitzone liegen wird, muss sich weisen, scheint aber eher unwahrscheinlich zu sein; es wäre weder ökonomisch sinnvoll noch wettbewerbspolitisch erwünscht. Grosse Intermediäre würden sich wohl kaum derartigen Monopolsituationen unterwerfen, sowenig sie bereit sein dürften, weiterhin eine Vielzahl von Systemen, Regelwerken und Zulassungsbedingungen zu akzeptieren. Erfolgsträchtig scheinen eher potente Allianzen zu sein, die unter Nutzung geeigneter Plattformen zwecks Ausweitung ihres Aktionsradius' den remote access und harmonisierte Regelwerke anbieten. Unter dieser Prämisse dürften sowohl Eurex als auch die Schweizer Börse mit ihren modernen Infrastrukturen gut positioniert sein. Mit der kürzlichen Unterzeichnung von Partnerschaftsabkommen mit der Bourse de Paris und der Borsa Italiana hat die SWX ihre „Verknüpfungsstrategie“ sowohl für den Handel als auch für den Clearingprozess klar proklamiert. Die EBK hat diese Entwicklung - nicht zuletzt im Sinne einer Förderung des Finanzplatzes Schweiz - unterstützt und die erforderlichen Bewilligungen für die Zulassung der französischen Börsen und der Mitglieder der SBF-Bourse de Paris erteilt.

Eine ganz andere Frage ist es, ob Börsen in ihren herkömmlichen Organisationsformen überhaupt überleben, oder ob sie nicht stark be- oder gar verdrängt werden durch neue, für den Effektenhandel an Bedeutung stark zunehmende Kommunikations- und Transaktionskanäle wie dem Internet oder durch proprietäre Systeme mit aufgetrennten Funktionalitäten für den Handel, den Abschluss (Clearing und Settlement), die Überwachung und die Datenpublikation (Reporting). Diese Entwicklung ist im Gange; sie wird sich verstärken und zur grössten Herausforderung für die traditionellen Börsen werden. Diese werden gut beraten sein, sich nicht in falscher Sicherheit zu wiegen, sondern die eingeleiteten Restrukturierungen zügig umzusetzen und neben der technologischen Weiterentwicklung auch die organisatorischen Voraussetzungen zu optimieren.

Aufsichtsbehörden können und sollen den Gang dieser Strukturbereinigungen weder initiieren noch steuern; dies ist Sache der Märkte und deren Promotoren. Aus aufsichtsrechtlicher Sicht würde die Überwachung aber wesentlich schwieriger, wenn die

Börsen als Marktplätze, d.h. als zentrale Handelseinrichtungen, verschwänden. Die rechtlichen und faktischen Zuständigkeiten der Aufsichtsbehörden würden Gefahr laufen, verwischt zu werden, Verfahrens- und Vollstreckungsprobleme würden stark wachsen. Die Durchsetzung eines fairen, geordneten und transparenten Handels würde somit erschwert.

Welchen Weg die Entwicklung auch immer nehmen wird: Die neuen Zusammenarbeitsformen zwischen Börsen und Märkten stellen auch für die Aufsichtsbehörden Herausforderungen dar, denen sie sich ebenso professionell wie flexibel stellen müssen. Dies bedeutet keineswegs zwingend neue Regulierung - mit der Gefahr der einengenden Überregulierung - oder gar Zentralisierung der Aufsicht auf internationaler Ebene.

- Zum einen wäre eine zentrale Überwachungsstelle als internationale grenzüberschreitende Behörde nicht per se effizient und könnte - neben den politischen Schwierigkeiten der Durchsetzbarkeit - den nationalen, vor allem rechtlichen, Gegebenheiten kaum gerecht werden. Die Frage einer Zentralisierung der Aufsicht wird mit der zunehmenden Vernetzung der Märkte zwar an Bedeutung gewinnen. Wesentliches Gewicht wird aber vorerst und in zunehmendem Masse einer noch engeren internationalen Zusammenarbeit im Hinblick auf die Wahrnehmung gemeinsamer Überwachungsaufgaben und eine effiziente Aufteilung der Zuständigkeiten beizumessen sein.
- Zum andern sind moderne Börsengesetzgebungen zentrale Voraussetzung für zeitgerechte, flexible Reaktionen auf die sich rasant verändernde Umwelt der Finanzmärkte. Der schweizerische Ansatz mit seiner offenen Börsengesetzgebung wird dieser regulatorischen Anforderung gerecht und lässt massgeschneiderte Regulierungs- und Überwachungskonzepte für Börsen und börsenähnliche Einrichtungen zu. Die Systeme können situationsgerecht in angemessener Weise dem Gesetz unterstellt und überwacht oder aber im Rahmen einer verstärkten Institutsaufsicht (z.B. bei proprietären, von privaten Intermediären betriebenen Handelssystemen) kontrolliert werden. Dieses moderne Regulierungskonzept, in Verbindung mit der gesetzlichen Pflicht der Börsen zur Selbstregulierung, hält nach wie vor, auch mit Blick auf den bevorstehenden Strukturwandel, Stand. Unterstützt wird diese Zuversicht durch die Tatsache, dass die mit dem Börsengesetz geschaffene, vom Bundesgericht bestätigte Amtshilfefähigkeit der Schweiz - eine *conditio sine qua non* für internationale Kooperationen und Allianzen -, gewährleistet ist.

Die EBK wird ihre gesetzliche Aufgabe als Aufsichtsbehörde im Rahmen der Marktaufsicht wahrnehmen, flexible Rahmenbedingungen gewährleisten und aufsichtsrechtlich vertretbare Lösungen ermöglichen und unterstützen.