

Der helvetische Big Bang

Die Geschichte der SWX Swiss Exchange, Kurzfassung

1. Einleitung

Im Jahr 1996 schlossen die letzten kantonalen Bollwerke des schweizerischen Ringhandels, die Börsen von Zürich, Genf und Basel, ihre Tore und die Schweizer Börse, wie die SWX Swiss Exchange damals hiess, nahm ihre elektronische Handelsplattform in Betrieb. Damit war der sichtbarste und auch umstrittenste Teil einer umfassenden Börsenreform abgeschlossen. Diese Reform hat praktisch jeden Aspekt des schweizerischen Börsenwesens erfasst.

Rechtlich wurde die Schweizer Börse 1993 gegründet. Faktisch war sie einerseits die Nachfolgeorganisation der Vereinigung der Schweizer Börsen (VSB), andererseits auch der drei Börsen von Zürich, Genf und Basel. Die Geschichte der SWX umfasst deshalb zumindest den gesamten Zeitraum dieser Reform. Aber auch die frühere Geschichte der Schweizer Börsen gehört dazu.

2. Bevor es eigentliche Börsen gab (13. Jahrhundert – 1850)

Die ältesten Spuren eines Finanzplatzes auf heutigem Schweizer Boden lassen sich bis ins 13. Jahrhundert zurückverfolgen. Der Alpenraum wurde allmählich durch Handelswege erschlossen. An geeigneten Orten – zuerst in Genf, später in Basel – entstanden Umschlagplätze, Märkte und Messen. Daraus leitete sich ein entsprechender Geldverkehr ab. Deshalb kamen die Medici und andere Bankiers nach Genf und später nach Basel. [Abbildung 1]

Im 17. Jahrhundert stand St. Gallen mit seiner Textilindustrie im Mittelpunkt des Wirtschaftsgeschehens der damaligen Schweiz. Hier wurden zwei Arten von Dienstleistungen erstmals geregelt: Zuerst entstand eine Botenordnung und 1639 eine Sensalenordnung (Regelung von Pflichten und Rechten der Sensalen, also der Agenten oder Geschäftsvermittler). Diese diente später als Vorlage für die Sensalenordnungen von Zürich und Basel.

Im 17. und 18. Jahrhundert entwickelten die europäischen Fürsten für ihre Handelsflotten und Kriegszüge einen grossen Finanzbedarf und stellten damit neue Anforderungen an die Kapitalmärkte. Dies führte andernorts zur Gründung erster Börsen (z. B. Amsterdam 1602). Der Finanzplatz Genf erlebte eine neue grosse Epoche, verwalteten doch die Genfer Bankhäuser einen Grossteil der französischen Staatsschuld. Bei dieser erneuten Blüte Genfs spielten die aus Frankreich geflohenen Hugenotten eine erhebliche Rolle.

3. Take-off von Industrie und Finanz, Börsengründungen (1850 – 1914)

Zu Beginn des 19. Jahrhunderts griff die Industrialisierung in der Schweiz allmählich über die Textilindustrie hinaus. 1847 wurde zwischen Baden und Zürich die erste Eisenbahnlinie, die Spanisch-Brötlibahn, eröffnet, und der elektrische Telegraf hielt Einzug. Zur Finanzierung wurden Banken erforderlich, und all dies bereitete auch den Nährboden für die Entstehung von Börsen.

1850 entstand mit der Gründung der «Société des agents de change réunis» in Genf die erste Schweizer Börse. [Abbildung 2] Der Zürcher Börsenverein folgte 1855, wobei es hier vorerst klar um eine allgemeine Vereinigung von Kaufleuten ging; der Wertpapierhandel blieb noch lange nebensächlich. Der Basler Börsenverein wurde 1866 gegründet, die Lausanner Börse 1873, die Berner Börse 1884 und die St. Galler Börse 1888. 1905 folgten die Neuenburger und die Freiburger Börsen. Frühe Zeugen des Börsengeschäftes waren die Kursblätter. [Abbildung 3]

In diesen sehr bewegten Zeiten wurde 1880 in Zürich das erste Börsengebäude der Schweiz in Betrieb genommen. [Abbildung 4] Bald darauf hielt das Telefon an den Börsen Einzug. 1882 hatte der Bontoux-Krach in Paris verheerende Folgen auch für die Schweiz: Er kostete Genf seine führende Stellung und brachte in Zürich das Kantonale Wertpapiergesetz. 1890 kam es zum grossen Eisenbahnfieber, welches zum ersten Vorstoss für ein Eidgenössisches Börsengesetz führte. Um die Jahrhundertwende herrschte in der Wirtschaft ein Ausmass an Globalisierung wie es hundert Jahre später kaum übertroffen wurde.

4. Weltkriege und Abschottung (1914 – 1945)

Im ersten Weltkrieg waren die Schweizer Börsen während längerer Zeit geschlossen mit Ausnahme des Obligationenhandels in Genf. Auf die Nachkriegsdepression in den frühen 20er-Jahren folgten die «Golden Twenties». Die Hochstimmung führte in Zürich zum Bau eines neuen Börsengebäudes. [Abbildung 5] Ein Ticker sollte der rascheren Kursverbreitung dienen. Doch schon 1928 begann es zu kriseln, und nach dem New Yorker Crash von 1929 schlitterte die Wirtschaft in eine tiefe Depression. Erst mit der Abwertung des Schweizer Francs im Jahr 1936 hellte sich die wirtschaftliche Wetterlage wieder auf.

5. Erste gesamtschweizerische Vereinbarungen

In den trüben 30er-Jahren führten die Banken Krisen zum Eidgenössischen Bankengesetz. Einmal mehr wurde auf der politischen Bühne ein Börsengesetz zur Diskussion gestellt, um den Kapitalexport unter Kontrolle zu bekommen. Börsen und Banken konnten das Gesetz verhindern. Doch mussten die Börsen sich zur Vereinigung der Schweizerischen Effektenbörsen (VSE) zusammenschliessen mit dem Zweck, die Schweizerische Zulassungsstelle zu errichten. Die Beteiligung an der Zulassungsstelle verschaffte dem Eidgenössischen Finanzdepartement und der Schweizerischen Nationalbank die gewünschten Einflussmöglichkeiten. [Abbildung 6]

Unmittelbar nach dem Zweiten Weltkrieg kam es auch zum Abschluss einer gesamtschweizerischen Courtagekonvention, gegen die sich die Genfer Börse bis dahin erfolgreich gewehrt hatte. Damit wurden die Bankgebühren für Börsengeschäfte weitgehend vereinheitlicht.

6. Nachkriegsordnung und technische Tüfteleien (1950 – 1970)

Erst Mitte der 50er-Jahre erreichten und überschritten die Börsenumsätze endlich wieder den bisherigen Rekord von 1929. Der Boom hielt an bis zum drastischen Börsencrash von 1962, der auf die vereinten Kräfte von schweizerischen Konjunkturdämpfungsmaßnahmen, New Yorker Crash und Kubakrise zurückzuführen war.

Inzwischen hatten die Computer in den Banken Einzug gehalten, und auch an den Börsen machte man sich Gedanken zum Einsatz der neuen Technologie. In Basel und Zürich wurde 1962 mit dem Börsenfernsehen eine Weltneuheit eingerichtet; in Zürich folgten später der Börsentelex und an den Ringen die elektronischen Verlosungsanlagen. Die Zürcher Börse gab der Telekurs 1964 den Auftrag, die Möglichkeiten des Computereinsatzes an der Börse zu evaluieren. 1970 nahm die SEGA ihren Betrieb als Sammelverwahrungs- und Settlement-Organisation auf. [Abbildung 7]

7. Die Ursprünge des helvetischen Big Bang (70er-Jahre)

Der helvetische Big Bang, die grundlegende Reform der schweizerischen Börsenlandschaft, ist sowohl Teil als auch Ergebnis eines wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Struktur- und Wertewandels im letzten Drittel des 20. Jahrhunderts. Die Chiffre «1968» steht für diesen Umbruch.

Noch lange hatten sich die Kriegs- und Krisenzeiten auf die Wirtschaftsordnung ausgewirkt. Es war die Zeit des kooperativen Kapitalismus, der darauf abzielte, staatliche Wirtschaftsplanung, Marktwirtschaft und korporatistische Ordnungselemente auf einen national orientierten Nenner zu bringen. Die amerikanische Aufkündigung der Bretton-Woods-Abkommen (fixe Devisenkurse) läutete 1971 aus wirtschaftlicher Sicht das Ende der stabilen Nachkriegsordnung ein. Im Jahre 1975 folgte an den US-Börsen ein weiterer entscheidender Deregulierungsschritt: Die Aufhebung der fixen Börsenkommissionen (Courtage).

Für jedermann schmerzlich erfahrbar wurde der Umbruch mit der Erdölkrise von 1974, der schwersten Rezession seit 1931. Das Schlagwort von den «Grenzen des Wachstums» machte die Runde. Gleichzeitig bescherte der Ölschock der Schweiz einen derartigen Ansturm an Anlagegeldern, dass von einer Schliessung der Börsen die Rede war. In diesen Turbulenzen rückte der Konflikt zwischen Werkplatz und Finanzplatz ins Zentrum der wirtschaftspolitischen Diskussion. [Abbildung 8]

Die schwankenden Wechselkurse schufen für die Wirtschaft neue Risiken und als Folge davon den Bedarf nach entsprechenden Absicherungsmöglichkeiten. Die Antwort darauf waren die Finanzderivate: Die Übertragung einer lange bewährten Absicherungstechnik von den Rohwarenmärkten auf den Finanzbereich. Von den Devisenmärkten wurde die Technik bald auf die Wertpapiermärkte übertragen. 1973 entstand mit der CBOE (Chicago Board Options Exchange) die erste Börse, welche ausschliesslich Finanzderivate handelte.

Gleichzeitig war die Automatisierung auf einem unaufhaltsamen Vormarsch. Mit Instinet wurde in den USA schon 1969 ein elektronisches Handelssystem in Betrieb genommen. An der Toronto Stock Exchange ging 1977 mit

CATS (Computer Assisted Trading System) das erste automatisierte Börsensystem in Betrieb – wenn auch noch für lange Zeit in einem sehr beschränkten Ausmass.

In den 70er-Jahren entwickelten sich drei Einflussfaktoren, welche auf Jahre hinaus und auch heute noch die Entwicklungen an den Finanzmärkten ganz wesentlich prägen: Das «Trio infernale» von Deregulierung, Derivatisierung und Automatisierung. Was diese Kräfte im Verbund bewirkten, brachte Dr. Nicolas J. Bär, Präsident der Zürcher Börse, im Jahresbericht von 1986 treffend zum Ausdruck: «Wir befinden uns in einer hektischen Zeit. Es brodelt an allen grossen Finanzmärkten: Deregulierung, Liberalisierung, Internationalisierung, Konkurrenz bis aufs Messer, 24-Stundenhandel, Inflation der Handelsinstrumente, die EDV greift stürmisch um sich. In dieser Hexenküche mitzuhalten ist nicht einfach. Was über manche Jahrzehnte kaum Veränderungen erfuhr, wird in Frage gestellt.» Allerdings hatten diese Entwicklungen nicht nur ihre bedrohliche Seite; sie bedeuteten auch einen befreienden Aufbruch, der grosse dynamische Kräfte freisetzte.

8. Anfangs der 80er-Jahre eine gute Ausgangslage

Zu Beginn der 80er-Jahre sahen sich die Schweizer Börsen im internationalen Vergleich in einer äusserst komfortablen Situation. Weitgehend galt für die grösseren Schweizer Börsen immer noch, was das renommierte Fortune Magazine schon im November 1958 in einer Reportage geschrieben hatte: «The Zurich Exchange ist the most cosmopolitan securities market in Europe. – Because it is also the freest. ... More US securities are traded in Zurich than anywhere else outside North America» (Übers: Die Zürcher Börse hat den internationalsten Wertpapiermarkt Europas. – Weil es auch der freieste ist. ... In Zürich werden mehr US-Wertpapiere gehandelt als sonst irgendwo ausserhalb von Nordamerika). Nach den Statistiken war die Schweiz der drittgrösste Börsenplatz der Welt, nach New York und Tokio, aber vor London. Bemerkenswert ist auch, dass der Handel in ausländischen Titeln in der Schweiz damals klar im Vordergrund stand.

Die Schweiz hatte die weltweit einmalige Kombination eines hoch integrierten Marktes mit weitgehend selbständigen Börsen und dies im Rahmen eines sehr föderativen Systems. Das Börsenfernsehen erlaubte den Händlern, die Entwicklung an den andern Börsen sekundennah zu verfolgen. Da an allen Börsen etwa die gleichen Titel gehandelt wurden und die gleichen gewichtigen Banken überall einen Grossteil zum Geschäftsvolumen beisteuerten, mussten Regeln und Usancen aus praktischen Gründen sehr ähnlich sein. Die Kotierung ausländischer Titel wurde über die Schweizerische Zulassungsstelle vereinheitlicht. Die SEGA konsolidierte den schweizerischen Wertpapiermarkt auf der Abwicklungsseite. Auch bei der gemeinsamen Courtagekonvention und der 1971 eingeführten Börsenabgabe (Gebühr für die Börsenorganisation) gab es eine grösstenteils problemlose Zusammenarbeit. Und trotzdem: Die Börsen sahen sich als kantonale Institutionen und blieben auf klarer Distanz – getreu dem freund-eidgenössischen «Kantönligeist».

9. Stürmisches Umsatzwachstum schafft Kapazitätsengpässe

Die grosse Herausforderung der Börsen waren in dieser Zeit die Kapazitätsengpässe. Wohl hatten die Basler und die Genfer Börse 1973 einen zweiten und die Zürcher Börse 1975 einen dritten Ring eingerichtet, doch konnte damit die ständig zunehmende Handelstätigkeit jeweils nur vorübergehend aufgefangen werden.

In der Retrospektive mag erstaunen, dass bei Handelszeiten von maximal drei Stunden – von 9.30 bis ca. 12.30 Uhr – Kapazitätsengpässe zu beklagen waren. Die Ringe standen über zwanzig Stunden pro Tag unbenutzt. Doch muss man sich den damaligen Stand der Kommunikations- und Bürotechnik vor Augen halten: Einerseits war ein früherer Beginn des Handels kaum möglich, weil die Kunden sich vorerst über den Handel des Vortages informieren und ihre neuen Dispositionen erwägen mussten. Andererseits war nach dem Handel sehr viel Zeit erforderlich für die administrativen Nachfolgearbeiten, die teils manuell, teils in schwerfälligen Badgeverfahren (Lochkartenapplikationen) nach fixen zeitlichen Ablaufplänen abgewickelt wurden. So führten intensive Börsenzeiten von zweieinhalb Stunden Dauer bereits zu langer Nacharbeit im Back-Office der Banken. Daraus ergab sich die Forderung nach mehr Ringen, um den Handel in möglichst kurzer Zeit abzuwickeln, ebenso aber nach einer vermehrten Rationalisierung der Back-Office-Prozesse und nach einer effizienteren Verknüpfung von Handel und Abwicklung.

10. Ein neuer Geist der Zusammenarbeit

Diese Herausforderungen hatten in finanzieller Hinsicht einen gemeinsamen Nenner: bevorstehende Investitionen in Lokalitäten, Installationen und Technologien. Georges E. Urban [Abbildung 9], der neu gewählte Genfer Börsenpräsident und zugleich Präsident der VSE, hielt im Jahresbericht 1980 fest: «Les efforts de coordination et d'harmonisation du marché des capitaux sur un plan international sont chaque jour plus nécessaires. Il est donc

souhaitable qu'en Suisse nous prenions toutes mesures pratiques utiles dans ce sens pour assurer notre position concurrentielle face aux autres principaux marchés financiers» (Übers: Jeden Tag wird es wichtiger, den Kapitalmarkt international zu koordinieren und zu harmonisieren. Deshalb sollten wir in der Schweiz alle geeigneten diesbezüglichen Massnahmen treffen, um unsere Konkurrenzfähigkeit gegenüber anderen wichtigen Finanzplätzen sicherzustellen).

In einem Brief an seine Kollegen in Basel und Zürich schlug Urban 1982 vor «de créer une Commission Tripartite au plus haut niveau» (Übers: eine Kommission Tripartite auf höchster Ebene zu gründen). So kam es 1982 zur Gründung der Commission Tripartite Bourses (CTB). Den Vorsitz übernahm Richard Schait, Börsenchef der SBG, Vizepräsident der Zürcher Börse und langjähriger Mentor einer computerisierten Börse. Vier grosse technisch-organisatorische Projekte wurden unter der Leitung der CTB in Angriff genommen: [Abbildung 10]

- Ringinformationssystem, RIS, als wesentlich erweiterte Version des Börsenfernsehens
- Abschlussverarbeitung, AV, für die elektronische Verknüpfung von Ringhandel und Back-Office
- Traded Options & Financial Futures, TOFF, für eine Options- und Futures-Börse
- Computerunterstütztes Handelssystem, CHS

11. A la criée mit mehr Technologie

Im Jahre 1986 konnten die Börsen von Basel und Genf neue Lokalitäten beziehen. [Abbildung 11 und 12] Weil der Neubau in Zürich noch auf sich warten liess, hatte die Zürcher Börse rechtzeitig einen grossen Erweiterungsbau begonnen, der schon 1985 abgeschlossen worden war. Das von der Telekurs entwickelte RIS konnte eingeführt werden. Dies war umso wichtiger, als 1986 der Handel grundlegend reorganisiert wurde. Man ging vom zweimaligen Handel der jeweiligen Titelgruppen zu einem differenzierten System über, wobei der Handel der wichtigeren Titel während der ganzen Handelszeit offen blieb. Dieser permanente Handel erlaubte wesentliche Umsatzsteigerungen in den Blue Chips und war insbesondere für den Derivathandel unabdingbar.

Mit der Einführung des RIS (und später AV) wurde die CTB vom Projektentwickler zum Systembetreiber. [Abbildung 13] Unterhalt und Weiterentwicklung der Systeme waren sehr aufwendig. Laufend wurden zusätzliche Ringe gebaut. Weil zudem der Einzug der Automatisierung in den Back-Offices der Banken Fortschritte machte, konnten die Handelszeiten sukzessive verlängert werden, zuletzt bis 16.00 Uhr. Für die neuen Aufgaben der CTB genügte der Status einer formlosen Kommission nicht mehr, umso weniger, als gleichzeitig auch für das TOFF-Projekt eine stärkere Organisation nötig wurde. Schwierige Weichenstellungen standen an.

Genf versuchte, die Gesamtorganisation namens SWEX (Swiss Electronic Exchange) mit dem Argument der liberaleren Gesetzgebung an sich zu ziehen. In Zürich reagierte man unwirsch. Es entbrannte ein veritabler Streit der Börsenplätze und Bankengruppen, was die sowieso verhärteten Fronten zwischen traditionellen Ringbörsianern und Computerbefürwortern deutlich verstärkte. Schliesslich wurde die CTB nach dem Vorbild der Börsen in den Verein Association Tripartite Bourses (ATB) mit Sitz in Genf und einer Geschäftsstelle in Zürich (aber unabhängig von der Zürcher Börse) umgewandelt.

In den Jahren 1986-88 wurde AV eingeführt. Dieses für die damalige Zeit sehr komplexe, interaktive System lief auf der gleichen technologischen Basis wie RIS und war ebenfalls von Telekurs entwickelt worden. Neue Projekte kamen dazu. Mit der Entwicklung der Derivate (Soffex, Stillhalteroptionen) akzentuierte sich das Bedürfnis nach mehr Transparenz über die Umsätze. Das Reportingprojekt führte 1989-93 zu einer Transparenz der schweizerischen Börsenhandelsumsätze, die damals geradezu revolutionär anmutete.

12. Deregulierung ist ansteckend

Aber auch die Deregulierung bzw. die Dekartellierung erfasste in den frühen 80er-Jahren die Schweiz. «Die rasante Entwicklung auf dem Primärmarkt», so die Schweizerische Zulassungsstelle 1985, «wird geprägt durch die massive Expansion der Kapitalaufnahmen, durch neuartige Finanzierungsbedürfnisse, durch die Liberalisierung und Internationalisierung der Kapitalmärkte, den heftigen Wettbewerb und die damit verbundene Kreativität der beteiligten Marktteilnehmer. Eine wichtige Rolle spielt auch die explosionsartige Zunahme vielfältiger Swap-Operationen.»

Bewegung kam also zuerst in den Primärmarkt, der fest in den Händen der beiden grossen Emissionssyndikate lag. Die Junkbond-Welle schwappte von den USA in die Schweiz über. Die traditionellen Syndikate wollten mit dieser minderwertigen Schuldnerqualität nichts zu tun haben; sie passte nicht zu den schweizerischen Qualitätsstandards.

Doch vorab zwei kleine Genfer Emissionsbanken machten grossen, auch politischen Druck. Selbst der Bundesrat befasste sich mit der Schweizerischen Zulassungsstelle, die 1985 bis 1987 einer weitgehenden Reform unterzogen wurde. Später empfahl die Kartellkommission die Aufhebung der Zulassungsstelle, doch umschiffte man dieses Verdikt, indem man sie zur Zulassungsstelle der SWX machte.

In London ging 1986 der Big Bang (grosse Reform: Aufhebung der fixen Börsen-Kommissionen, Zulassung der Banken zur Börse) über die Bühne. Den einen Teil dieser Entwicklung, die Zulassung der Banken, hatten die schweizerischen Börsen schon fast ein Jahrhundert früher vorweg genommen. Die Aufhebung der fixen Kommissionen fegte wie ein Wirbelsturm über Europa hinweg und hinterliess bleibende Auswirkungen auch in der Schweiz. In diesem Klima kam es zu einer breit angelegten Untersuchung der Eidgenössischen Kartellkommission über alle Konventionen und Vereinbarungen der Banken. Im Zentrum stand die Courtagekonvention, welche die Bankengebühren für Börsengeschäfte einheitlich regelte. Nach heftiger Gegenwehr – 1986 war es noch zu einer weitgehenden Revision der Courtagekonvention gekommen – gaben die Börsen 1990 auf. Alain Hirsch sprach später von den «letzten berufsständischen Rückzugsgefechten, ... die schlussendlich nicht wegen der Verordnungen der Kartellkommission, sondern in Anbetracht der rollenden Globalisierung sowieso verloren gehen mussten.»

13. Ein neuer Index wird unerlässlich

Im Hinblick auf die Gründung der Soffex zeichnete sich ab, dass die Schweiz einen neuen unabhängigen Aktienindex benötigen würde. Gefordert wurde insbesondere ein transparent geführter, von den Marktbenützern somit replizierbarer Index. Diese Entwicklung im Schosse der VSE führte 1987 zur Einführung des SPI (Swiss Performance Index) mit zahlreichen Unterindizes für Branchen und Kategorien. Allerdings stellte man bald fest, dass für den Soffex-Handel eher ein Blue-Chip-Index benötigt würde. So wurde der SMI (Swiss Market Index) entwickelt und 1988 eingeführt. Später kam noch eine Familie von Bond-Indizes dazu. Allen Indizes war gemeinsam, dass sie vorerst jede Kursveränderung an einer der drei ATB-Börsen gleichwertig berücksichtigten. Sie basierten auf der Infrastruktur des RIS-Systems und wurden von der Telekurs berechnet.

14. Ungeduldig erwartete Derivatebörse

Die CTB ging mit viel Elan an das Projekt TOFF. Doch hatte dieses aus Sicht der traditionellen Börsianer einen eher exotischen Anstrich. In der Planung ging man mit Blick auf das bestehende Termingeschäft von sehr bescheidenen Umsatzerwartungen aus (3'500 bis 5'000 Kontrakte pro Tag). Man dachte vorerst an einen Ringhandel an den drei Börsen von Basel, Genf und Zürich. Das geringe Volumen auf drei Börsen aufzuteilen machte allerdings keinen Sinn. Da andererseits eine Ansiedlung dieses Handels an nur einer der bestehenden Börsen aus föderalistischen Gründen nicht in Frage kam, blieb nur ein elektronisches System. Zwar wurden Optionen und Futures zum Zeitpunkt dieses Entscheides nirgendwo elektronisch gehandelt; aber man setzte trotzdem auf diese Karte. 1985 kam man auf die Idee, das in Entwicklung begriffene computerisierte Handelssystem CHS (Computer Handelssystem) für TOFF einzusetzen. (Die Börsianer waren glücklich, auf diese Weise für das ungeliebte CHS-Projekt eine anderweitige Verwendung gefunden zu haben.)

Doch dann störte das Drängen einiger Banken den Frieden. Sie mochten nicht auf CHS warten. Ein besonderer Grund für die Eile war die Entwicklung der Stillhalteroptionen, einer brillanten Erfindung von Martin Ebner, die den Börsenhandel seither wesentlich befruchtet hat. Im Moment allerdings sah man in den Stillhalteroptionen vor allem eine Konkurrenz für die Soffex. Um das TOFF-Projekt zu beschleunigen, wurde es deshalb neu aufgesetzt und organisatorisch aus der ATB ausgegliedert. Ein neues Gremium (SCOF, Steering Committee Options & Futures) ging daran, diverse inzwischen entstandene ausländische Handelssysteme zu evaluieren. Die Sachzwänge führten aber doch zu einer Eigenentwicklung. 1986 wurde die Soffex formell gegründet, und am 15. Juni 1988 nahm sie den Handel auf. Der Start war verheissungsvoll, wurden doch bereits am fünfzehnten Handelstag mehr als 10'000 Kontrakte umgesetzt. Auf die elf Basisaktien für Optionen folgten bald auch Optionen- und Futureskontrakte auf den SMI und auf Zinsen. In Aktienoptionen war die Soffex 1994 die Nummer 1 in Europa. [Abbildung 14]

15. Konsolidierungsstrategie

Die intensive Zusammenarbeit der Schweizer Börsen ab Anfang der 80er-Jahre hatte eine Unzahl von neuen Kommissionen, Subkommissionen, Arbeitsgruppen etc. mit sich gebracht. Die Führungsstruktur war unklar. Das oberste Gremium der VSE setzte sich aus den jeweiligen Börsenpräsidenten zusammen. Dies waren in Zürich, Basel und Genf Privatbankiers. Nur an kleineren Börsen hatten teilweise die dortigen Grossbankenvertreter das Präsidium inne. Eine Konsolidierung tat not; und es musste ein Weg gefunden werden, die massgeblichen Grossbankenvertreter in die Führung einzubinden.

Nach intensiven Diskussionen kam es im September 1988 zur Formierung eines Verwaltungsrates als Führungsgremium für die VSE, die sich nach Aufnahme der Soffex im übrigen VSB (Vereinigung der Schweizer Börsen) nannte. Zwar war die VSB nach wie vor eine Vereinigung der Börsen, doch der Verwaltungsrat widerspiegelte nun nicht mehr die Börsenstrukturen, sondern vielmehr die Marktstruktur insgesamt (Banken, Bankengruppierungen). Die drei Grossbanken waren im neuen Gremium nun durch ihre zuständigen Generaldirektoren vertreten.

Der Verwaltungsrat machte sich sofort an die Ausarbeitung einer Strategie. Bereits ein Jahr darauf, im November 1989, beschloss er folgende Eckpunkte:

- Verwirklichung des elektronischen Handelssystems
- Schrittweise Konzentration der Börsen
- Einsetzung einer Kommission für Regulierungsfragen mit dem Ziel, die internationalen Regulierungsstandards zu erfüllen.

Schneller als erwartet kam es zur Schliessung der Börsen von Neuenburg und St. Gallen. Eine wesentliche Rolle spielte dabei, dass mit der Aufgabe der Courtagekonvention für die Banken der kleineren Plätze der Hauptgrund zur Aufrechterhaltung ihrer Börsen entfiel. [Abbildung 15] Die Mitglieder der Börse Lausanne schlossen sich der Genfer Börse an. Die Berner Börse stellte den Ringhandel ein, funktionierte aber als Telefonbörse weiter. Als nächster Schritt wurde am 26. Mai 1993 die Schweizer Effektenbörse (SEB) gegründet. Die SEB übernahm die ATB, die Soffex, die Zulassungsstelle und die Kommission für Regulierungsfragen. Die VSB wurde aufgelöst. Ein neuer Verwaltungsrat konstituierte sich, nunmehr aus 13 Bankenvertretern und drei Repräsentanten der übrigen Wirtschaft zusammengesetzt. Das Präsidium ging von Georges E. Urban an Dr. Jörg Fischer über. [Abbildung 16] Die neue Geschäftsleitung setzte sich weitgehend aus den Führungsleuten der bisherigen Organisationen zusammen. Faktisch übernahm die SEB die Oberleitung der noch bestehenden lokalen Ringbörsen. Bemerkenswert ist dazu, dass der SEB die Kompetenz übertragen wurde, zu gegebener Zeit die lokalen Börsen zu schliessen.

16. Vom Ringhandel zur Elektronik

Der schwierigste Teil des Reformprozesses war die Umstellung vom Ringhandel auf das elektronische Handelssystem; er war begleitet von erbitterten Machtkämpfen und Glaubenskriegen. Entsprechend war es ein sehr langwieriger Prozess vom ersten CHS-Projekt von 1982 bis zum dritten EBS/Soffex-Projekt, welches 1992 gestartet wurde.

Zwar war in den 80er-Jahren jedermann klar, dass sich der Computer auf einem unaufhaltsamen Vormarsch befand. Gleichzeitig war man sich unter Händlern auch einig, dass der Handel zu komplex sei für den Computer und dass jedenfalls im laufenden Jahrhundert nicht an eine Automatisierung des eigentlichen Handels zu denken sei. Ein typisches Konzept dieser Zeit, das die Börsen überall auf der Welt diskutierten, war der «Locked-in Trade», also der traditionelle Handel, der von automatisierten Prozessen umschlossen war. Für die Schweiz ergab sich daraus die Vorstellung eines traditionellen Ringhandels, der durch elektronische Informationssysteme wie RIS und AV, durch das Order Routing und die Back-Office-Prozesse der Banken, ferner durch die Settlement-Prozesse der SEGA unterstützt würden. Die Schwäche dieses Konzeptes lag darin, dass es letztlich versuchte, einen traditionellen Prozess von rundherum stattfindenden technologischen Entwicklungen abzuschotten, also die gegenseitige Abhängigkeit der Prozesse missachtete.

Bei der Entwicklung von CHS hatten zu Beginn noch klar die Traditionalisten das Sagen. Man benötigte sie – jedenfalls die einflussreichen Aktienhändler – für das Erstellen der Pflichtenhefte; zudem stellten sie die Finanzierung für die ATB-Projekte sicher. So wurde über Jahre hinweg ein System entwickelt, das nach dem offiziellen Pflichtenheft lediglich dem Handel in Obligationen mit besonders kleinem Umsatz dienen sollte. Weil die Computer-Befürworter in den Geschäftsleitungen letztlich doch Grösseres im Sinne hatten, kam es zu unüberwindlichen Diskrepanzen zwischen den verschiedenen Lagern, aber auch zwischen den verabschiedeten Pflichtenheften und den effektiven Erwartungen. Die Folge war, dass das CHS-Projekt abgebrochen wurde, als es in den Praxistest hätte gehen sollen. Dem Nachfolgeprojekt EBS ging es zwei Jahre später in einem etwas weniger fortgeschrittenem Stadium ähnlich. [Abbildung 17]

Inzwischen hatte die Soffex die Feuertaufe bestanden. Die Derivate blühten und bekamen einen immer wichtigeren Platz in den Börsenabteilungen. Unter ihrem Einfluss veränderten sich Anlagetechniken und Handel fundamental. Risk Management wurde zu einem zentralen Thema, wobei die Derivate das Eingehen grösserer Risiken ermöglichten, aber auch entsprechende Absicherungen erlaubten. Der Widerstand gegen den Computer bröckelte. So nahm man 1992 ein drittes Projekt zur Automatisierung des Handels unter der Bezeichnung EBS/Soffex in Angriff. Zahlreiche Soffex-Mitarbeiter wurden in das Projekt eingebunden. Die Systemarchitektur

basierte indirekt auf dem Soffex-System, nämlich auf dem damaligen Handelssystem der Australian Stock Exchange: Diese hatte von der DTB (Deutsche Terminbörse) das ehemalige Soffex-System übernommen, und die Beratungsfirma Arthur Anderson hatte es zu einem Wertpapierhandelssystem ausgebaut.

Die VSB vergab diesmal keinen Generalunternehmerauftrag. Vielmehr übernahm der Verwaltungsratsausschuss selber die Oberleitung. Mit Bernhard Sauer wurde ein sehr erfahrener Projektleiter mit grossem Stehvermögen unter Vertrag genommen. In der Schlussphase des Projektes kam es noch zu erheblichen Turbulenzen. Doch konnte der elektronische Handel 1995/96 in drei Schritten erfolgreich eingeführt werden:

- Vom 7. auf den 8. Dezember 1995 für das Segment der ausländischen Aktien
- Vom 31.7. auf den 2.8.1996 für das grösste Segment, die Schweizer Aktien und alle Optionen
- Vom 15. auf den 16. August 1996 für die Obligationen

Als die Börsenschreiber am 15.8.1996 letztmals den Ringhandel abläteten, ging für die Schweizer Börsen eine Epoche zu Ende, die weit über ein Jahrhundert gedauert hatte. [Abbildung 18] Die zweifelnde NZZ titelte: «Kann die Maschine den Börsenhändler ersetzen?». Doch schon wenig später verlautete aus dem Kreis der früheren Gegner, das neue System sei «weit besser, als wir es je erhoffen konnten». Tatsächlich erwies es sich, wie Dr. Jörg Fischer, damaliger Präsident der SWX sagte, als «Kraftpille für den Finanzplatz Schweiz». Mit dem hohen Stand an technologischer Vernetzung hatte sich die SWX weltweit an die vorderste Front katapultiert.

17. Die Börse im Zeichen des Internet- und Technologie-Bubble

Der Internet- und Technologie-Bubble löste ein Börsenfieber aus wie aus dem Lehrbuch. Ende 1996 nahm er bei einem SPI-Stand von ca. 2500 Punkten seinen Anfang und erreichte im September 2000 mit über 5700 Punkten den Höhepunkt. Den Niedergang in Raten markierte dann ein besonderes Fanal, der Terroranschlag vom 11. September 2001. Anfangs 2003 fand sich die Börse wieder auf dem Ausgangspunkt. [Abbildung 19] Doch setzte sie anschliessend bald wieder zu einem neuen Gipfelsturm an.

Die Periode des Technologie-Bubbles war eine Zeit mit grossen Umbrüchen. Die Einführung des Euro hielt Europa in Atem, und der Jahrtausendwechsel sorgte für Hochspannung in der IT-Welt. Eine Begleiterscheinung der Aufstiegsphase war die New Economy, bei der wieder einmal alle Regeln der wirtschaftlichen Vernunft ausgehebelt wurden. In diesem Klima beschloss die EU am Gipfel von Lissabon im Jahr 2000, Europa zum führenden wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt zu machen. Europa entdeckte den Begriff der IPO (Initial Public Offering) und hoffte, dank Förderung von Venture Capital und KMUs die nötige wirtschaftliche Schubkraft für die Lissabon-Strategie zu generieren. Das brachte die «Neuen Märkte» zum Florieren. Viel Sauerstoff erhielt der Börsenanstieg durch spektakuläre Firmenzusammenschlüsse: Den Niedergang begleiteten dann zahlreiche Unternehmensskandale, ausgehend von Enron in den USA, und nicht minder dramatisch bei der Swissair in der Schweiz.

Im Zeichen des Zusammenwachsens von Europa erfasste die Börsen eine wahre «Allianzomanie». Internet-Handelssysteme waren die grosse Mode. Die Börsenzeiten wurden teilweise in den Abend hinein verlängert, und im Zeichen der Internationalisierung wurden lokale Feiertage für die Börse aufgehoben. Die SWX lancierte ein neues Eurobond- und ein ETF-Segment. Mit der SNB entwickelte sie ein System für den Repohandel, welches bald darauf in die Eurex transferiert wurde.

18. Das Eidgenössische Börsengesetz

Zwischen 1890 und 1940 war ein Eidgenössisches Börsengesetz verschiedentlich zur Diskussion gestanden – in der Regel als Folge einer Börsenkrise. [Abbildung 20] Als in den späteren 80er-Jahren ein eidgenössisches Börsengesetz wiederum zum Thema wurde, war der Crash von 1987 höchstens aus politischer Sicht von einer gewissen Relevanz. Vor allem aber waren es die rechtlichen Entwicklungen im Ausland mit den zunehmenden grenzüberschreitenden Interdependenzen, die den Ruf nach einer Ablösung der kantonalen Regelungen wieder laut werden liessen. Auf dem Gebiet der Insider-Problematik übten die USA enormen Druck auf die Schweiz aus. Fritz Leutwiler, Präsident der SNB und späterer Vorsitzender der BIZ, sprach von US-Justizimperialismus.

Auch im Bereich des Übernahmerechts zeigte sich Handlungsbedarf. Als Folge der intensiven Übernahmetätigkeit in den USA, die auch in die Schweiz ausstrahlte, versuchten Geschäftsleitungen und Verwaltungsräte, ihre Positionen durch immer einschränkendere Vinkulierungsbestimmungen (Einschränkung der freien Übertragbarkeit von Wertpapieren) abzusichern. Daraus entbrannte eine grosse Diskussion, die in die Ausarbeitung eines privaten

Übernahmekodex mündete. Darob entwickelte sich eine nächste hitzige Diskussion: ob nämlich eine solche Regelung privatrechtlich überhaupt möglich sei. [Abbildung 21]

Der neu bestellte Verwaltungsrat der VSB kam 1988 zum Schluss, dass ein Eidgenössisches Börsengesetz nunmehr anzustreben wäre. Dieser Gesinnungswandel hatte auch damit zu tun, dass man sich versprach, mit einem Eidgenössischen Börsengesetz den noch tief verankerten Börsenföderalismus eher überwinden zu können. Mit der Ausrichtung auf eine gesamtschweizerische elektronische Börse wurde es zudem fast selbstverständlich, dass ein eidgenössisches Gesetz anzustreben war. Dank ihrer positiven Haltung war es der Börse in der Folge möglich, auf den Gesetzgebungsprozess massgeblich Einfluss zu nehmen, insbesondere über Prof. Alain Hirsch, den Präsidenten der Regulierungskommission, und den Sekretär der SWX, Dr. Dieter Sigrüst.

Das BEHG (Börsen- und Effektenhandelsgesetz) trat 1997/98, in Kraft. Während einer Übergangszeit war die elektronische SWX also noch unter dem hierfür eigens revidierten zürcherischen Wertpapiergesetz betrieben worden. Die Kommission für Regulierungsfragen der SWX wurde mit dem BEHG zur Übernahmekommission des Bundes. Die Oberaufsicht über die Börsen wurde der EBK übertragen. Im Übrigen hat das neue Gesetz die Selbstregulierungskompetenzen der SWX gegenüber den früheren kantonalen Regelungen bestätigt und teilweise noch ausgebaut.

19. Von der SOFFEX zur Eurex

Schon 1988, kurz nach der Inbetriebnahme der Soffex, hatte die DTB (Deutsche Terminbörse) das Soffex-System übernommen. Als die Soffex sich nach einigen Jahren auf Grund ihres Erfolges nach leistungsfähigeren technologischen Lösungen umsehen musste, kam sie erneut mit der DTB ins Gespräch. Daraus resultierte im September 1996 auf dem Bürgenstock ein «Letter of Intent» über die Zusammenlegung von DBT und Soffex. Zwei Jahre später, am 28. September 1998, nahm die Eurex den Betrieb auf. Dank ihrem überlegenen elektronischen Handelssystem überrundete die Eurex selbst die Börsen von Chicago und wurde 1999 zur grössten Options- und Futures-Börse der Welt. Diese Position hat sie seither erfolgreich verteidigt, wenn man vom Sonderfall der koreanischen Derivatbörse absieht.

Ein Trumpf der Eurex war von Anbeginn ihre Internationalität, die sich schon aus ihren Gründern dies- und jenseits des Rheins ergab. Auch die Teilnehmerschaft wurde rasch sehr international. Amerikanische Teilnehmer spielten für die Eurex eine wichtige Rolle. Nach missglückten Kooperationsversuchen strebte sie deshalb in den USA eine eigene Börse, Eurex-US, an. Doch hat die heftige Gegenwehr der amerikanischen Börsen in enger Zusammenarbeit mit den US-Regulatoren der Eurex-US den Erfolg verwehrt.

20. Im Zeichen der Internationalisierungsstrategie: virt-x und Stoxx

Bis in die 90er-Jahre hatten sich Börsen weitgehend als lokale oder nationale Handelsplatzorganisationen gesehen. Die Eurex erschien insofern als ein Sonderfall. Die ISD (Investment Services Directive) der EU und der Euro führten dann zum allgemeinen Allianzenfieber unter den Börsen. Dies brachte auch die SWX zu einer Strategie der Internationalisierung. [Abbildung 22]

London schien als der zukünftige Finanzplatz Europas gegeben. So kaufte die SWX vorerst eine starke Beteiligung an der kleinen Londoner Börse Tradepoint. Weiterer Eigentümer war ein internationales Konsortium, das sich vor allem aus grossen Investmentbanken, unter anderen den beiden Schweizer Grossbanken, zusammensetzte. Die SWX rüstete Tradepoint mit ihrem neuen Handelssystem aus und vernetzte ihre Handelssysteme mit einem internationalen Netz von Clearing- und Settlementorganisationen. Auch der Gesetzgeber half mit, musste doch das Stempelgesetz im Dringlichkeitsverfahren an die neue Situation angepasst werden. Man hoffte, dank der einmaligen, internationalen «Swiss Value Chain» der SWX internationale Transaktionen in europäischen Blue Chips auf diese Plattform zu locken. Als Startkapital erhielt sie von der SWX den Handel in schweizerischen Blue Chips mit auf den Weg. Die Schweizer Blue Chips blieben zwar in der Schweiz kotiert, wurden von da an aber über die virt-x und damit in regulatorischer Hinsicht in London gehandelt. Am 25. Juni 2001 nahm die virt-x den Handel erfolgreich auf.

Es gelang der SWX, mit virt-x markant Marktanteile im Schweizer Aktienhandel von der London Stock Exchange auf ihr System zurückzuholen. Die SWX musste jedoch erkennen, dass die Bindung der Wertpapiere an ihre Heimatbörse trotz allen Globalisierungstendenzen weiterhin Bestand hat. Der Handel in nicht-schweizerischen Titeln blieb trotz intensivsten Bemühungen klein.

Um die Daten von SWX Swiss Exchange und virt-x gemeinsam zu vermarkten, wurde mit der Gründung der virt-x eine gemeinsame Gesellschaft für diesen Zweck etabliert: EXFEED.

Die Indexfirma STOXX geht auf weit reichende Kooperationspläne mit der Deutschen Börse und der Bourse de Paris zurück. Heute wird STOXX zusammen mit der Deutschen Börse und der amerikanischen Dow Jones betrieben. STOXX betreibt ein breites Spektrum von europäischen Indizes. Der STOXX50 ist der führende europäische Blue-Chip-Index. [Abbildung 23]

21. Quotematch – ein neues Handelssystem für die fortschreitende Derivatisierung

Aus der rasch fortschreitenden Derivatisierung ergaben sich in Verbindung mit der Automatisierung starke Veränderungen in den Märkten. Das 1995/96 eingeführte EBS war noch strikte auf einen «Order-driven Market» ausgerichtet. Vor der Automatisierung hatte es an allen schweizerischen Ringen zusammen ungefähr eine Kursnotiz (Geld-, Brief- oder bezahlter Kurs) pro Sekunde gegeben. Das ursprüngliche EBS-System war für 12 derartige Transaktionen (Kursstellungen oder Abschlüsse) dimensioniert.

Eine Eigenheit der Derivate sind die teils ausserordentlich zahlreichen, rechnerisch präzise definierten Abhängigkeiten zwischen Derivat und Basiswert (Wertpapierkurs bzw. Indexwert, der seinerseits das Resultat zahlreicher, sich laufend ändernder Wertpapierkurse ist). Zudem wurde bei den Derivaten das Market Making und damit «Quote-driven Trading» die Norm. Dieses Market Making erfolgt im Wesentlichen durch Computer auf Grund der eingehenden Datenströme und der Handelsprogramme (Algorithmic Trading). Ein effizientes Handelssystem musste diesen Veränderungen Rechnung tragen und in der Lage sein, pro Sekunde tausende von Anpassungen der Geld- und Briefkurse zu verarbeiten.

Mit «Quotematch» machte die SWX den bisher grössten Ausbau des bestehenden Handelssystems. Dieses System wurde erstmals nicht mehr selber entwickelt, sondern man kaufte ein auf dem Markt für Handelssysteme erhältliches Produkt und passte es entsprechend an. Das System bildet die Basis für weitere wichtige Entwicklungen der SWX.

22. Der stete Wandel bleibt die Konstante

Auf Grund der zahlreichen Unternehmensskandale gegen Ende der grossen Börseneuphorie wurde die Corporate Governance (CG) auch in der Schweiz zu einem zentralen Thema. So kam es per Mitte 2002 zum Erlass der CG-Richtlinie der SWX und gleichzeitig des CG-Codes der economiesuisse. Die Richtlinie führte sofort zu einer wesentlichen Verbesserung der Transparenz in Corporate-Governance-Fragen.

Die SWX fungiert auch als Hüterin der Publizitätspflichten für kotierte Titel in der Schweiz: Die Pflicht zur Publikation von Management-Transaktionen wurde 2005 eingeführt. Im gleichen Jahr wurde die Rechnungslegung nach IFRS oder US-GAAP für am Hauptsegment kotierte Emittenten als obligatorisch erklärt.

In den Jahren 2002/03 wurde die SWX neu als Gruppe gegliedert. Nachdem die SWX die virt-x vollständig übernommen hatte, wurden Leitung und Betrieb der beiden Börsen SWX Swiss Exchange und virt-x aufs Engste zusammengefasst. Zudem konnte der Vertrag mit der Deutschen Börse für die gemeinsame Eurex um zehn Jahre verlängert werden. Aber auch die Swiss Value Chain haben SWX und SIS in enger Zusammenarbeit weiterentwickelt. [Abbildung 24]

Die Rechtsentwicklung in der EU hat gezeigt, dass es nach wie vor sehr schwierig ist, eine Börse grenzüberschreitend zu führen. Allen Lippenbekenntnissen zum Trotz haben Grenzzäune in beträchtlicher Höhe immer noch Bestand. Sie sind das Ergebnis eines heftigen Standortwettbewerbs der Finanzplätze.

Das Präsidium der SWX war 2002 von Dr. Jörg Fischer an Dr. Reto Francioni [Abbildung 25] übergegangen. Als dieser zum CEO der Deutschen Börse gekürt worden war, gab es ein Interregnum mit Jacques de Saussure als Interimspräsident, bis an der GV 2006 Prof. Dr. Peter Gomez zum neuen Präsidenten gewählt wurde. [Abbildung 26]

23. Schlusswort

Der Big Bang war in der Schweiz weniger ein Urknall als vielmehr ein lang anhaltendes, heftiges Donnerrollen. Und er war im Gegensatz zur Londoner Vorlage nicht so sehr Ergebnis einer staatlich verordneten Politik, sondern Folge interner und externer, vor allem auch internationaler Einflussfaktoren. Zentral waren die Einflüsse von Derivatisierung, Automatisierung und Deregulierung. [Abbildung 27]

In der Euphorie der 90er-Jahre wurde spekuliert, dass die Automatisierung für die Institution Börse zu einer grossen Konsolidierungswelle führen würde und dies lediglich die Vorstufe ihres gänzlichen Verschwindens sein könnte. Die Realität sah bisher anders aus. Einerseits hat die Technologie und die Kreativität neuer Marktteilnehmer Mittel

und Wege aufgezeigt, wie eine beliebige Anzahl von Börsen und Händlern effizient vernetzt werden kann. Andererseits geht es an den Börsen um die Übertragung von Eigentum und damit um zentrale, tiefverwurzelte Werte und Normen. Börsen agieren insofern zwischen den Polen der innovativen, geografisch sehr beweglichen Marktkräfte einerseits und der national bestimmten, den Traditionen verpflichteten Regulierung andererseits.

So ist an den Börsen alles im Fluss – und letztlich trifft wieder das Sprichwort zu: «Plus ça change – plus ça reste la même chose». Die Börse bleibt Treffpunkt von Angebot und Nachfrage für zum Handel zugelassene Werte und Händler – und sie stellt ordnungsgemäße Abläufe sicher. [Abbildung 28] Sie tat dies gestern, tut es heute und wird es morgen noch tun.