

**Finanzmarktinfrastrukturen im Kräftefeld von
Technologie, Ökonomie und Regulierung**

Prof. Dr. Niklaus Blattner
Vizepräsident des Direktoriums
der Schweizerischen Nationalbank

XI. AWK Group Financial Services Lunch
«Swiss Value Chain 2010 –
Infrastruktur der Zukunft in Zeiten der Bankenindustrialisierung»

Mittwoch, 20. September 2006, Zürich

1. Einleitung*

In einer zunehmend technologisierten Umwelt hängt die Wettbewerbsfähigkeit eines internationalen Finanzzentrums immer mehr von der ihm zugrunde liegenden Infrastruktur ab. Die Finanzmarktinfrastrukturen, also die Systeme, über welche Finanzgeschäfte abgeschlossen und anschliessend abgerechnet und abgewickelt werden, bilden sein Rückgrat. Die reibungslose und effiziente Funktionsweise der Infrastrukturen und deren Widerstandsfähigkeit in Krisenzeiten sind eine zentrale Voraussetzung für die Attraktivität eines Finanzzentrums.

Es freut mich feststellen zu dürfen, dass die Banken in der Schweiz diese strategische Bedeutung der Finanzmarktinfrastrukturen schon früh erkannt haben. Und vor allem: Sie setzten diese Erkenntnis zielstrebig um. Die Banken in der Schweiz haben im Laufe der letzten etwa zwei Jahrzehnte eine technologisch fortschrittliche, vollständig integrierte und auch international konkurrenzfähige Finanzmarktinfrastuktur überwiegend aus eigener Initiative und eigener Kraft geschaffen.

Die wichtigsten Schritte auf dem Weg zur sogenannten «Swiss Value Chain» waren: die Einführung eines der weltweit ersten RTGS-Systeme¹, d.h. des Swiss Interbank Clearing (SIC), vor fast zwanzig Jahren; Mitte der 90er Jahre die Einführung der elektronischen Börse SWX und deren Verknüpfung mit dem SIC und dem Wertschriftenabwicklungssystem SECOM, dann folgte die Londoner Plattform virt-x und schliesslich, als jüngster Schritt, die Einführung der zentralen Gegenpartei x-clear. Die Zusammenführung all dieser Systeme innerhalb der Swiss Value Chain ermöglichte nicht nur eine standardisierte und automatisierte Verarbeitung von Finanzgeschäften, sie erlaubte auch die weitgehende Reduktion oder gar Elimination verschiedener Abwicklungsrisiken. Diese Dienstleistungen stehen auch Teilnehmern aus dem Ausland über Fernanschluss zur Verfügung.

Am Schweizerischen Bankiertag, am 14. September in Bern, hat Bundesrat Merz den Banken zugerufen: "Keep running". Nur so liesse sich die Wettbewerbsfähigkeit des Internationalen Finanzzentrums Schweiz aufrechterhalten. Was heisst das für die Swiss Value Chain?

* Der Verfasser bedankt sich bei Dr. Daniel Heller, Andy Sturm und Philipp Haene, Schweiz. Nationalbank, Systemstabilität und Überwachung, Zürich, für ihre wertvollen Beiträge zum vorliegenden Referat.

¹ RTGS = Real Time Gross Settlement System.

Auch wenn dies nicht in jedem Ohr gleich gut klingen mag: Wir sollten uns nicht nur fragen, wie die Zukunft der Swiss Value Chain aussehen soll, sondern auch, ob es für sie überhaupt eine Zukunft gibt. Wird sie nicht über kurz oder lang durch die Konsolidierungsbestrebungen in Europa und die mögliche Entstehung einer European (oder gar: Global) Value Chain obsolet? Und, falls eine solche Entwicklung absehbar wäre, wie wäre sie zu gestalten, damit die Attraktivität der Schweiz als Finanzzentrum aufrechterhalten bzw. weiter gesteigert werden könnte?

Diese Fragestellung geht natürlich sehr weit. Heute von mir deren erschöpfende Behandlung zu erwarten, wäre zuviel verlangt. Immerhin möchte ich aber einige Rahmenbedingungen oder Bestimmungsfaktoren diskutieren, die für die Zukunft der Finanzmarktinfrastrukturen wesentlich sind und in die Erwägung der Gestaltungsmöglichkeiten einfließen. Einerseits sind diese Faktoren technologischer und ökonomischer Natur, andererseits spielen aber auch regulatorische Aspekte und – insbesondere im europäischen Umfeld – politökonomische Faktoren eine entscheidende Rolle.

2. Kosten- und Ertragsstrukturen

Finanzmarktinfrastrukturen zeichnen sich typischerweise durch hohe Fixkosten und sehr tiefe variable Kosten aus. Es gibt also beträchtliche Skalenerträge, und die durchschnittlichen Transaktionskosten hängen in erster Linie von den verarbeiteten Volumen ab. Hinzu kommt, dass die Produktionsfunktionen der Finanzmarktinfrastrukturen durch einen ausgeprägten technischen Fortschritt gekennzeichnet sind. Dieser hängt mit der Dynamik der zugrundeliegenden Informations- und Telekommunikationstechnologien zusammen. In der Vergangenheit konnten sowohl bei den Fix- als auch bei den variablen Kosten erhebliche Einsparungen erzielt werden.

Bei den variablen Kosten, bei denen die Telekommunikationskosten einen wichtigen Bestandteil bilden, wird der Fortschritt auch in Zukunft weitere Einsparungen ermöglichen. Weniger günstig scheinen im Blick auf die nähere Zukunft die Verhältnisse beim Fixkostenblock. Die Kosten für die Entwicklung und den Unterhalt der Hard- und Software und vor allem der in den Betriebskosten enthaltene Personalaufwand lassen sich auf kürzere bis mittlere Sicht auf der Ebene des einzelnen Unternehmens kaum mehr spürbar reduzieren.

In diesem Bereich spielen auch die regulatorischen Anforderungen, welchen die Systembetreiber genügen müssen, eine Rolle. Regulatorische Anforderungen, die auf eine

gesamtwirtschaftlich erwünschte Erhöhung der Widerstandsfähigkeit der Infrastrukturen abzielen, schlagen sich unmittelbar in höheren Fixkosten nieder. Zu denken ist an das Erfordernis einer angemessenen geographischen Diversifikation der Rechenzentren und an die Lösung der Loss-of-staff-Problematik. Doch auch auf diesem Gebiet sind Fortschritte möglich, wenn Kooperationslösungen in Betracht gezogen werden. Chancen bieten innovative Betriebskonzepte, wie sie beispielsweise die Telekurs Group und die SIS Group durch die Zusammenlegung ihrer Rechenzentren derzeit bereits umsetzen.

Auch auf der Ertragsseite hängen die Infrastrukturen von den zu verarbeitenden Volumen ab. Diese lassen sich nicht beliebig erhöhen, sondern hängen ihrerseits an der Entwicklung der Finanzmärkte. Ob das in den letzten Jahren verzeichnete rasante Wachstum der Finanzmärkte im gleichen Ausmass weitergehen wird, steht nicht fest. Ebenfalls fraglich ist, wieviel davon auf die Swiss Value Chain durchschlagen wird. Aufgrund der Tatsache, dass die Teilnehmerbanken keineswegs alle Transaktionen über die Swiss Value Chain abwickeln, sind weiteren Effizienzsteigerungen innerhalb der Swiss Value Chain möglicherweise enge Grenzen gesetzt. Träfe dies zu, wären Preissenkungen, wie sie in der Vergangenheit auf allen Stufen der Swiss Value Chain regelmässig vorgenommen werden konnten, in Zukunft nicht mehr im gleichen Ausmass realisierbar.

3. Konsolidierungsdruck im europäischen Umfeld

Diese ökonomisch-technologischen Rahmenbedingungen gelten selbstverständlich nicht nur für die Swiss Value Chain, sondern auch für die anderen Finanzmarktinfrastrukturen im europäischen Umfeld. Auch sie sind historisch gewachsen und waren ursprünglich auf die nationalen Finanzmärkte ausgerichtet. Und ähnlich wie in der Schweiz sind auch diese Infrastrukturen relativ effizient, solange es um die Verarbeitung rein inländischer Transaktionen geht. Ineffizienzen – und mitunter auch höhere Risiken – treten hingegen vor allem bei der Verarbeitung von grenzüberschreitenden Transaktionen zutage. Der Abbau dieser Ineffizienzen würde zum einen dazu führen, dass sich die kapitalaufnehmenden Unternehmen am Primärmarkt günstiger finanzieren könnten. Zum anderen ergäbe sich eine Reduktion der Handelskosten für die Teilnehmer am Sekundärmarkt, was sich auch auf die Marktliquidität positiv auswirken würde. Die induzierten langfristigen Wohlfahrtsgewinne wären beträchtlich. Die Europäische Kommission kommt in ihrer jüngsten Analyse zum Schluss, dass der Abbau der bei grenzüberschreitenden Transaktionen vorhandenen Ineffizienzen zu einer Zunahme des

europäischen Bruttoinlandprodukts von bis zu 0,6% führen könnte.² Dies entspricht immerhin der stolzen Summe von 75 Milliarden Euro.

Ein wesentlicher Grund für die Ineffizienzen bei grenzüberschreitenden Transaktionen liegt in der starken Fragmentierung der Finanzmarktinfrastrukturen in Europa. Die Fragmentierung steht in direktem Widerspruch zum nicht zuletzt auch politischen Ziel eines vollständig integrierten europäischen Finanzbinnenmarkts. Der Konsolidierungsdruck ist in Europa daher besonders gross.

Dem europäischen Konsolidierungsdruck können sich selbstverständlich auch die schweizerischen Finanzmarktinfrastrukturen nicht entziehen, ja, die europäischen Entwicklungen bestimmen die Zukunftschancen der Swiss Value Chain ganz wesentlich mit. Schliesslich sind die Finanzmärkte schon heute international stark vernetzt und zu international ist die Tätigkeit der Teilnehmerbanken in der Schweiz. Die Frage, wie sich die Swiss Value Chain im europäischen Kontext strategisch positionieren kann bzw. soll, ist nicht nur von rhetorischer Bedeutung. Ich werde auf diesen Punkt am Schluss meiner Ausführungen zurückkommen, möchte mich aber zunächst dem Konsolidierungsprozess als solchem widmen. Es versteht sich von selbst, dass ich dabei auch auf die Entwicklungen in der EU eingehe.

4. Wettbewerb: Vision und Strategie zugleich

Während sich die Experten insofern weitgehend einig sind, dass die gegenwärtigen Strukturen für grenzüberschreitende Transaktionen innerhalb Europas wenig effizient sind und eine Flurbereinigung unumgänglich ist, gehen die Meinungen darüber, auf welche Weise die Konsolidierung stattfinden soll, auseinander. Zwei Fragen stehen im Vordergrund. Erstens: Welches ist das Endziel, zu welchem die Konsolidierung hinführen soll, d.h., wie soll die zukünftige Börsenlandschaft einschliesslich der nachgelagerten Clearing- und Settlement-Infrastrukturen aussehen? Und zweitens: Wie kann – ausgehend von den heutigen Strukturen – dieses Ziel am besten erreicht werden? Die erste Frage beschäftigt sich also mit der Vision, die zweite mit der Strategie. Die beiden Aspekte sind eng miteinander verbunden und werden von der gleichen Kraft getrieben, nämlich vom Wettbewerb. Lassen Sie mich kurz erläutern, was ich damit meine.

Bei der Festlegung des Ziels, auf welches die Konsolidierung hinführen soll, ist zwischen statischen und dynamischen Effizienzgewinnen abzuwägen. Die statischen, d.h.

² Vgl. European Commission (2006), Draft Working Document on Post-Trading.

einmaligen Effizienzgewinne werden bei den geschilderten Kosten- und Ertragsstrukturen von Finanzmarktinfrastrukturen dann maximiert, wenn auf allen Ebenen nur noch ein einziger Dienstleistungsanbieter übrig bleibt. Mit anderen Worten: eine Börse, eine zentrale Gegenpartei und eine zentrale Verwahrungs- und Abwicklungsstelle für z.B. ein Europa. In extremis könnten diese Infrastrukturen in einer Gesellschaft zusammengeführt werden.

Allerdings ist es mehr als fragwürdig, ob ein derartiges Gebilde – sozusagen ein europäisches Silo – langfristig die beste Lösung ist. Wie bei allen Monopolen wäre auch hier zu befürchten, dass die Monopolstellung bei der Preissetzung missbraucht würde und, schlimmer noch, wichtige Investitions- und Innovationsanreize fehlten, um auf die sich verändernden Kundenbedürfnisse zu reagieren. Diese Anreize erscheinen übrigens bereits heute gerade auf der Stufe der Abrechnung und Abwicklung unzureichend. Wie sonst liesse sich erklären, dass innovative Finanzprodukte wie z.B. Kreditderivate, häufig auf geradezu archaische Weise abgerechnet und abgewickelt werden.

Ein geeignetes Mittel um sicherzustellen, dass Investitions- und Innovationsanreize trotz technologischem Zwang zur Grösse in genügendem Masse fortbestehen und damit auch dynamische Effizienzgewinne realisiert werden können, ist ein funktionierender Wettbewerb zwischen verschiedenen Infrastrukturbetreibern.

Die Wettbewerbstheorie lehrt uns, dass die Zahl der Anbieter nicht unbedingt gross sein muss, um einen funktionierenden Wettbewerb zu gewährleisten. Die Voraussetzungen für einen effektiven Wettbewerb zwischen Finanzmarktinfrastrukturen, die sich neben den bereits erwähnten Skalenerträgen auch durch ausgeprägte Netzwerkeffekte auszeichnen, lassen sich folgendermassen zusammenfassen: Erstens müssen die Marktteilnehmer zwischen den verschiedenen Anbietern frei wählen können. Zweitens müssen die Infrastrukturen untereinander interoperabel sein und sich sowie ihren Teilnehmern gegenseitig nicht-diskriminierenden Zugang gewähren. Die Marktteilnehmer müssen also beispielsweise wählen können, an welcher Börse sie bestimmte Titel handeln und über welche Anbieter sie diese Transaktionen anschliessend abrechnen und abwickeln wollen. Sind diese Voraussetzungen erfüllt, dann bleibt Wettbewerb trotz Skalenerträgen und Netzwerkeffekten möglich. Zwei oder drei Anbieter auf jeder Ebene dürften ausreichen, damit die Endkunden langfristig von den dynamischen Effizienzgewinnen profitieren könnten, welche nur der Wettbewerb hervorzubringen vermag.

Eine solche Marktstruktur schliesst im Übrigen nicht aus, dass die Konsolidierung auf der Ebene der Informationstechnologie (IT), wo ein Grossteil der Fixkosten anfällt, noch einen

Schritt weitergehen könnte. Die verbleibenden Anbieter könnten beispielsweise durchaus eine gemeinsame IT-Plattform betreiben bzw. von einem Dritten betreiben lassen. Wichtig ist aber, dass auf der Ebene der Dienstleistungen Wettbewerb herrscht und dass die Teilnehmer unter verschiedenen Angeboten, die sich hinsichtlich Qualität, Leistung und Preis unterscheiden, jenes auswählen können, das ihren Bedürfnissen entspricht.

Wechseln wir nun von der Vision zur Strategie. Auch hier bin ich der Auffassung, dass Wettbewerb das beste Mittel ist, um die derzeitige Fragmentierung zu überwinden und die erwünschte Marktstruktur zu erreichen. Allerdings wäre es sehr blauäugig zu glauben, der Wettbewerb stelle sich einfach so ein. Derzeit bestehen viele Hindernisse, die einen effektiven Wettbewerb zwischen den Börsen bzw. den nachgelagerten Clearing- und Settlement-Infrastrukturen erschweren, ja teilweise sogar verhindern. Sie äussern sich vor allem in den Switching Costs, d.h. in den Kosten, die beim Wechsel von einem Anbieter auf den anderen anfallen. Diese können derart hoch sein, dass die Teilnehmer bei einem bestehenden Anbieter verbleiben, obgleich ein Konkurrent die nachweislich effizienteren Dienstleistungen erbringt. Es lohnt sich, sich die wichtigsten wettbewerbshemmenden Faktoren kurz vor Augen zu führen.

Ein erstes Hindernis sind die häufig zu beobachtenden Silo-Strukturen. Dabei ist es unbedeutend, ob es sich wie etwa bei der Deutschen Börse AG um eine explizite Silo-Struktur handelt, bei der die ganze Dienstleistungspalette vom Handel bis zur Abwicklung unter einem Dach angeboten wird, oder um implizite Silos, bei denen jede Ebene zwar eine separate Governance mit unterschiedlicher Eigentümerschaft aufweist, diese aber aufgrund vertraglich exklusiver Vereinbarungen aneinander gebunden sind. Ein Beispiel für ein implizites Silo ist die Verbindung von Euronext Group, LCH.Clearnet Group und Euroclear SA für die Abwicklung von Wertschriften. Silo-Strukturen, seien sie explizit oder implizit, behindern den Wettbewerb zwischen den verschiedenen Anbietern und erschweren dadurch eine effiziente Konsolidierung der Finanzmarktinfrastrukturen.

Eine andere Ursache für hohe Switching Costs ist die bereits erwähnte fehlende oder mangelnde Interoperabilität zwischen den Infrastrukturen. Die gleiche wettbewerbshemmende Wirkung geht im Übrigen auch von Regelungen aus, die den Fernzugang zu einer Infrastruktur für ausländische Finanzintermediäre erschweren oder gar verbieten.

Zu einer gewissen Zementierung des Status quo trägt auch die oft mangelhafte Transparenz bezüglich der Kosten und Preise der angebotenen Dienstleistungen bei. Ohne die genaue Kenntnis über die Preisstrukturen der verschiedenen Dienstleistungen

ist es für die Marktteilnehmer nicht möglich, das für sie beste Angebot auszuwählen. Intransparente Preispolitiken finden sich jedoch nicht nur bei den Dienstleistungen, welche die Infrastrukturen für ihre direkten Teilnehmer erbringen. Gerade auch im Verhältnis zwischen den Finanzintermediären und deren Endkunden wäre häufig mehr Transparenz erwünscht.

Auch viele rechtliche Rahmenbedingungen sind weit davon entfernt, den Wettbewerb zwischen den Infrastrukturen zu fördern. So fehlt es z.B. im europäischen Kontext in vielerlei Hinsicht an der notwendigen Harmonisierung. Zu erwähnen sind etwa die ungleiche fiskalische Behandlung von an sich gleichen Tatbeständen oder die unterschiedliche Handhabung von Corporate Actions. Es wäre also verfehlt, nur den Privatsektor zu kritisieren. Auch die gesetzgebenden Instanzen könnten die Voraussetzungen für mehr Wettbewerb und also mehr Effizienz verbessern.

Zugegeben: Das sich aus dieser Schilderung der Wettbewerbshemmnisse ergebende wettbewerbs- und finanzmarktpolitische Programm ist ambitiös, und es ist zu vermuten, daß die direkt beteiligten Parteien kaum von sich aus in der Lage und genügend motiviert sind, es umzusetzen. Meine Bedenken gründen zum einen auf den im Kraftfeld des wirtschaftlichen Wettbewerbs immer einwirkenden Partikularinteressen, die Wettbewerb in erster Linie als Bedrohung erleben. Zum anderen bedürfte die Umsetzung eines solchen Programms der Koordination zwischen einer Vielzahl von Akteuren, eine Koordination, die sich nicht spontan einstellen wird.

Um den Prozess hin zu mehr Wettbewerb und schliesslich Konsolidierung überhaupt zu ermöglichen, ist es daher unumgänglich, zuerst geeignete wettbewerbsfördernde und regulatorische Rahmenbedingungen zu schaffen. Wichtige Änderungen in Richtung Transparenz und Wettbewerb im Europäischen Finanzmarkt werden beispielsweise von der neuen EU Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) erwartet. Was in der Europäischen Union geschieht, bestimmt auch die Wettbewerbschancen für das Internationale Finanzzentrum Schweiz im Allgemeinen und für die Swiss Value Chain im Besonderen. Auch aus schweizerischer Sicht sind daher die Bestrebungen der EU, dem Binnenmarkt auch im Sektor Finanzwirtschaft zum Durchbruch zu verhelfen, sehr zu begrüßen.

5. Schlussbemerkungen

Ich habe versucht, einige der Rahmenbedingungen aufzuzeigen, die bei der Weiterentwicklung und zukünftigen Positionierung der Swiss Value Chain berücksichtigt werden müssen. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Optimierungsmöglichkeiten im Inlandsegment der Swiss Value Chain beschränkt sind. Bei den grenzüberschreitenden Transaktionen hängt vieles von den Entwicklungen im europäischen Umfeld ab. Zwar habe ich meine Sympathien für einen Prozess geäußert, der durch den Motor des Wettbewerbs getrieben wird. Doch ob die Konsolidierung in Europa in der Praxis tatsächlich so ablaufen wird, ist unklar. Wirtschaftliche und politische Interessen stehen z.T. in Opposition zueinander. Das Primat des Wettbewerbs steht zwar überall auf dem Papier, seine Umsetzung bereitet aber nicht selten Mühe.

Die Swiss Value Chain hat Einiges zu bieten, das auch im europäischen Kontext auf Interesse stösst. Die schweizerischen Finanzmarktinfrastrukturen haben sich immer und ganz gezielt auch auf die internationalen Märkte eingestellt. Bei der Abrechnung und Abwicklung von virt-x Transaktionen herrscht heute schon Wettbewerb, und auch für SWX Transaktionen bestehen Pläne, in der Abrechnung Konkurrenz zuzulassen. Noch ist der Durchbruch des Wettbewerbsprinzips aber nicht gesichert und selbst dann kann die Konsolidierung der Finanzmarktinfrastrukturen wohl nicht von heute auf morgen geschehen. Für die schweizerischen Finanzmarktinfrastrukturen steht zweifellos die unablässige Pflege ihrer Wettbewerbsfähigkeit im Vordergrund. Diese strategische Haltung hat deren Verhalten bisher geprägt. Dies muss auch in Zukunft so bleiben.