

**Finanzmarktinfrastrukturen  
als Determinanten der Attraktivität  
des internationalen Finanzzentrums Schweiz**

**Referat von  
Prof. Dr. Niklaus Blattner  
Mitglied des Direktoriums  
der Schweizerischen Nationalbank**

**an der 2. ordentlichen Generalversammlung der  
FSG Swiss Financial Services Group AG  
Zürich, 15. Mai 2001**

## 1. Einleitung

Vor einem Jahr, anlässlich der 1. ordentlichen Generalversammlung der Swiss Financial Services Group AG (FSG), positionierte der Präsident, Christoph Ammann, die Gruppe im Lichte der Entwicklungen in Europa strategisch. Heute setzte Christoph Ammann seine Überlegungen fort. Die Zielstrebigkeit beeindruckt. Die Resultate lassen sich sehen. Dass nicht alle Projekte verwirklicht werden konnten, liegt in der Natur der Sache. Die Schweizer Wertschriften-Transaktionsbank kam nicht zustande. Rückschläge sind unvermeidlich. Sie sind so lange zu verkraften, als die unternehmerische Substanz dadurch nicht gefährdet wird. Diese Bedingung ist für die FSG erfüllt. Die verantwortlichen Kräfte, der Präsident, der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung, haben nie einen Zweifel daran aufkommen lassen, dass ihr Engagement für die Eigentümer, die Kunden und den Finanzplatz Schweiz ungebrochen ist. Dafür verdienen sie die Anerkennung und den Dank auch der Schweizerischen Nationalbank (SNB).

Die SNB hat den verfassungsmässigen Auftrag, die schweizerische Geld- und Währungspolitik zu führen. Damit sie diese Aufgabe wahrnehmen kann, ist sie auf ein funktionstüchtiges und stabiles Finanzsystem einschliesslich robuster Wertschriften- und Zahlungssysteme angewiesen. Eine Zentralbank kann nur mittelbar, d.h. über die Geldversorgung bzw. über die Geld- und Kapitalmärkte auf die Preisstabilität und die Wirtschaftsentwicklung einwirken. Ein schlecht funktionierendes oder gar instabiles Finanzsystem erschwert bzw. verunmöglicht die Führung der Geld- und Währungspolitik.

Diese Einsicht rechtfertigt meine Präsenz und das von mir gewählte Thema. Indem ich mich der Finanzmarktinfrastruktur zuwende, beschäftige ich mich mit einem der Bestimmungsgründe der Attraktivität des Finanzplatzes Schweiz. Attraktivität ist gleichzusetzen mit Wettbewerbsfähigkeit. Diese wiederum setzt Funktionstüchtigkeit und Stabilität voraus, welche ihrerseits Voraussetzung für eine wirksame Geld- und Währungspolitik sind. Der Kreis ist geschlossen oder, umgekehrt formuliert: Weil die SNB die Verantwortung für die Geld- und Währungspolitik trägt, interessiert sie sich für die Funktionstüchtigkeit und Stabilität des schweizerischen Finanzsystems. Und weil die Finanzmarktinfrastrukturen letztere wesentlich beeinflussen, kümmert sich die SNB auch um diese.

Meine Ausführungen sind wie folgt gegliedert: Erstens schildere ich den Finanzplatz Schweiz bzw. das Internationale Finanzzentrum Schweiz (IFZCH) aus der Perspektive einer Hochglanzbroschüre. Es geht darum zu zeigen, was die Schweiz an ihrem Finanzplatz hat. Zweitens erörtere ich die wichtigsten wirtschaftlichen, politischen und regulatorischen Herausforderungen, die sich im IFZCH stellen. Es geht darum, das Bewusstsein für die Vergänglichkeit allen Erfolgs zu schärfen. Wir dürfen uns vom Hochglanz nicht blenden lassen, wenn wir ihn weiter geniessen wollen. Drittens wende ich mich einem der Pfeiler des Erfolgs zu, nämlich der Swiss Value Chain bzw. der Kette der Finanzmarktinfrastrukturen im Wertschriftensektor. Was ist darunter zu verstehen? Wie präsentiert sich die Swiss Value Chain heute, und in welche Richtung entwickelt sie sich weiter? Viertens setze ich mich mit den Gesetzmässigkeiten auseinander, nach welchen erfolgreiche Finanzmarktinfra-

strukturen geschaffen werden. Fünftens ziehe ich daraus die Schlussfolgerungen. Die Finanzmarktinfrastrukturen werden auch in Zukunft ein wesentlicher Bestimmungsfaktor der komparativen Vorteile des IFZCH sein. Damit verdienen Infrastrukturen nicht nur das Engagement der Banken und der übrigen Finanzdienstleister, sondern auch die Aufmerksamkeit der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) und der SNB. Mit Überlegungen zu deren Rolle schliesse ich meine Ausführungen ab.

## **2. Das Internationale Finanzzentrum Schweiz als "Centre of excellence"**

Das IFZCH ist ein "Centre of excellence" in mehrerer Hinsicht. Die Schweiz ist ein Finanzplatz mit Klang und Namen. Klang und Namen gründen in erster Linie auf der sprichwörtlichen Sicherheit, welche die Banken den Einlegern und Anlegern bzw. den Kunden bieten. Deren Gegenparteirisiken sind minim. Diese Reputation ist begründet und strahlt weit über die Landesgrenzen hinaus. Sie fusst einerseits auf dem Sicherheitsdenken der Bankiers in der Schweiz. Ironisch ausgedrückt: "Der" Schweizer Bankier gleicht der sprichwörtlichen "grauen Maus", die immer emsig und meist effizient arbeitet, Vorräte, d.h. Reserven öffnet und der jeder "Glamour" fehlt. Andererseits stützt sich die Reputation des Finanzplatzes auch auf dessen Umfeld, d.h. auf das jedem Abenteurer abgeneigte, grundsolide Staatswesen, und auf die ebenso solide Zentralbank, deren Hauptaufgabe die Sicherung der Preisstabilität ist.

International besonders erfolgreich sind die Banken im "Asset management". Über ein Viertel aller finanziellen Vermögen, welche im Auftrag ihrer Eigentümer im Ausland verwaltet werden, werden in der Schweiz bearbeitet<sup>1</sup>. Bei einem Anteil der Schweiz an der Weltbevölkerung von rund 1 ‰ und am Weltsozialprodukt von knapp 1 % wirkt dies verblüffend.<sup>2</sup> Die Zahlen spiegeln aber bloss, dass sich die Schweiz im Exportgeschäft erfolgreich engagiert hat. Ohne Spezialisierung gibt es keinen Exporterfolg. Die Spezialisierung richtet sich nach den komparativen Vorteilen. In der Schweiz begünstigen diese nicht zuletzt die Dienstleistungen, darunter das Finanzgeschäft, den Tourismus und die Forschung und Entwicklung in der Industrie.

In Kennzahlen ausgedrückt äussert sich der Erfolg des IFZCH in einem Anteil der Bankwirtschaft an der volkswirtschaftlichen Wertschöpfung von 12,3 %, an der Beschäftigung von 2,8 % und an den Steuern von Bund, Kantonen und Gemeinden von 11,1 %.<sup>3</sup> Aber auch auf sektorieller Ebene lassen sich die Kennzahlen sehen. Die Schweizer Grossbanken wiesen 1999 einen Return on Equity von 24,6 % aus. Im Durchschnitt der Group of Ten-Länder (G-10) betrug die Rendite im gleichen Jahr 19,1 %. Die Risk Asset Ratio der Schweizer Grossbanken, welche dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht als Indikator der Solvenz

---

<sup>1</sup> Gemini Consulting (1998).

<sup>2</sup> Statistisches Jahrbuch der Schweiz 2000, S. 19; Goldman Sachs, International Economic Analyst 1999 (IBRD).

<sup>3</sup> Schätzungen für 1999 bzw. 1998 (Steuern), UBS (2000)

der Banken dient, lag 1999 mit 16,5 % an der Spitze des Vergleichs.<sup>4</sup> Was schliesslich die langfristige Performance an den Börsen betrifft, brillierten die Banken in der Schweiz zwar nicht, lagen aber immerhin noch über der Entwicklung in anderen wichtigen Finanzplätzen auf dem europäischen Kontinent.<sup>5</sup>

### **3. Das Internationale Finanzzentrum Schweiz vor einer Fülle von Herausforderungen**

Der Hinweis auf die eher mässige Entwicklung der Börsenperformance der Banken im Allgemeinen, der sich auch die Banken in der Schweiz nicht zu entziehen vermochten, lässt aufhorchen. Wäre von einem "Centre of excellence" nicht mehr zu erwarten? Gesetzt den Fall, die Börse liefere wenigstens auf die längere Sicht substanzielle Informationen: Was könnte bewirken, dass die kommerzielle Zukunft der Banken im Allgemeinen, aber auch der Banken in der Schweiz, zu Recht vorsichtig zu beurteilen wäre?

An dieser Stelle ist festzuhalten, dass es keinen Wirtschaftszweig gibt, dessen Perspektiven uneingeschränkt positiv beurteilt werden. Vielmehr schwanken die Einschätzungen überall mehr denn je. Die "New economy" befindet sich wohl noch längere Zeit in der "Ausnüchterungszelle" der globalisierten Märkte. Die Agrarwirtschaft, ein Teil der "Very old economy", unterliegt einer schmerzlichen, seuchenpolizeilich verfügten Quarantäne. Die Unternehmen der "Old economy", insbesondere die "Blue chip"-Firmen aller Sektoren, werden durchwegs und fortlaufend restrukturiert. Konzerne werden auseinander gebrochen und in anderer Kombination neu zusammengesetzt. Das Ziel sind immer Rentabilitätserhöhungen. Die Hoffnungen werden nicht selten enttäuscht.

Dass unter solchen Umständen auch die Perspektiven der Finanzdienstleister vorsichtig beurteilt werden, verwundert nicht. Erstens können sich diese Unternehmen ebenso wenig wie die übrigen den Trends der Globalisierung, der Telematik und vor allem dem fundamentalen Umbruch auf dem Markt für die Unternehmenskontrolle entziehen, welcher üblicherweise mit der Formel "Maximierung des Shareholder-value" in Verbindung gebracht wird. Zweitens sind die Finanzintermediäre direkt mit dem Schicksal der übrigen Wirtschaft verbunden. Mit den dort gestiegenen Risiken sind die Anforderungen an das Risikomanagement insbesondere der Banken gewachsen, und die Wahrscheinlichkeit von Pannen hat kaum abgenommen.

Umgekehrt begünstigt die geschilderte Entwicklung aber auch die Nachfrage nach Finanzdienstleistungen. Die Optimierung von Risiken zählt zum Kerngeschäft der Finanzdienstleister. Die Nachfrage nach Finanzdienstleistungen steigt aber auch ganz einfach wegen der Aussicht auf ein nach wie vor dauerhaftes weltweites Wachstum. Wachsende Vermögen wollen angelegt, und Investitionen wollen finanziert sein. Einen positiven Impuls erhält

---

<sup>4</sup> BIS (2000). Die Risk Asset Ratio entspricht dem Verhältnis des Eigenkapitals zur Summe der risikogewichteten unterlegungspflichtigen Bilanz- und Ausserbilanzpositionen einer Bank und muss mindestens 8 % betragen.

<sup>5</sup> SPI Banken vs. SPI 1988 - 2000 im Vergleich mit ähnlichen Reihen des Auslands.

die Finanzindustrie auch in Folge der in den meisten Ländern ungelösten Probleme der Altersvorsorge.

So gesehen schneiden die Finanzdienstleistungen im Vergleich mit anderen Branchen also kaum schlechter ab. Gelegentlich sollte sich dies auch in den Börsenkursen niederschlagen.

Selbstverständlich ist das im Allgemeinen gezeichnete Bild für die Banken in der Schweiz im Speziellen zu ergänzen. Ihre Stärke liegt in der Vermögensverwaltung. Diese hat sich zu einer eigentlichen "Geldmaschine" entwickelt und wird von allen Anbietern genutzt. Den im globalen Wettbewerb kämpfenden schweizerischen Grossbanken verleiht sie darüber hinaus eine bemerkenswerte finanzielle Widerstandsfähigkeit. Wie tragfähig ist diese Säule des IFZCH?

Die Antwort ist leichter zu strukturieren als zu geben. Die Struktur ist die folgende: Die Attraktivität der Schweiz für die Vermögensverwaltung beruht auf der Reputation der Anbieter. Sie sind solid, und das Preis-Leistungsverhältnis stimmt. Hinzu kommt, dass kaum ein anderer Platz so wie die Schweiz hohe Fachkompetenz, Internationalität in der Ausrichtung und touristische Attraktivität verbindet. Schliesslich fällt das Bankkundengeheimnis ins Gewicht, d.h. der durch Rechtsordnung und Verhalten gewährleistete Schutz der finanziellen Privatsphäre.

Diese drei Attraktivitätskomponenten spielen weder für alle Kundengruppen noch für alle Zeiten die gleiche Rolle. Ihre relative Bedeutung muss daher immer wieder neu eingeschätzt werden. Für die Kunden zählt zudem immer die Gesamtheit der Faktoren, d.h. Einbussen in einer Dimension können grundsätzlich durch Gewinne in einer andern wettgemacht werden. Daraus folgt, dass jede apodiktische Aussage zu den Folgen einer Veränderung einer einzelnen Angebotsbedingung der Vermögensverwaltung wenig Sinn macht. In jedem Fall ist die Gesamtheit der Komponenten zu berücksichtigen. Dementsprechend ist es auch verfehlt, wenn sich die Aufmerksamkeit der Anbieter auf eine oder wenige Komponenten konzentriert. Am meisten Chancen hat die Vermögensverwaltung, wenn sie fortlaufend bezüglich aller Dimensionen optimiert wird. Ein Vermögensverwalter, der sich z.B. auf die Anziehungskraft der rechtlichen Absicherung der finanziellen Privatsphäre verlässt und gleichzeitig die übrigen Komponenten seines Angebots vernachlässigt, spielt ein riskantes Spiel.

#### **4. Die Swiss Value Chain als Pfeiler der Wettbewerbsfähigkeit**

Eine der Komponenten des Erfolgs der Vermögensverwaltung in der Schweiz ist die sog. Swiss Value Chain. Diese steht für die Kette von Finanzmarktinfrastrukturen, die in den letzten Jahren in der Schweiz entwickelt worden ist. Das damit verfolgte Ziel besteht in der Steigerung der Effizienz der Anbieter mit Standort Schweiz. Angesichts der verschärften internationalen Konkurrenz ist die Effizienz der Leistungserstellung neben allem anderen ein zentraler Bestimmungsfaktor der Wettbewerbsfähigkeit. Die Zukunft des IFZCH

hängt nicht zuletzt von der Effizienz und Fortschrittstauglichkeit seiner Finanzmarktinfrastrukturen ab.

Die Swiss Value Chain dient dem Effektenhandel, d.h. dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren. Die Leitidee der Swiss Value Chain besteht darin, den Marktteilnehmern in jedem Zeitpunkt das jeweils optimale System von untereinander verketteten Marktinfrastrukturen anzubieten.

Eine vollständige Kette von Marktinfrastrukturen umfasst drei bis vier aufeinander abgestimmte Teile: Erstens eine Handelsplattform, d.h. eine Börse, zweitens eine Institution, welche die Abwicklung ohne Kreditrisiken, d.h. durch Lieferung gegen Zahlung, sicherstellt. Diese stützt sich drittens auf ein zentrales Zahlungssystem. Als neuestes Glied soll viertens in Kürze eine Zentrale Gegenpartei ("Central counterparty") eingeführt werden, die u.a. dazu dient, die Risiken zwischen Vertragsabschluss und -erfüllung (d.h. das sog. "pre-settlement risk") zu vermindern.

Diese Risiken beruhen darauf, dass zwischen dem Abschluss eines Börsengeschäfts und dessen Erfüllung heute nach wie vor drei Handelstage liegen, d.h., der Handel erfolgt im Zeitpunkt T und die Abwicklung in T+3. Je nach Teilnehmerkreis folgen daraus nennenswerte Gegenparteirisiken.

Das zur Zeit operationelle System der Swiss Value Chain hat drei Teile: Die SWX Schweizer Börse ist die Handelsplattform, die SIS SegaIntersettle AG bewerkstelligt unter Einsatz von SECOM das Settlement, und über die von der Swiss Interbank Clearing AG betriebenen Zahlungssysteme vollziehen sich die Zahlungen und zwar, je nachdem, in CHF über das Swiss Interbank Clearing System (SIC) oder in Euro über das euro-SIC. SIC wird von der SNB und euroSIC von der Deutschen Bundesbank überwacht. Die Verkettung dieser drei vollelektronischen Systeme erlaubt effiziente und sichere Wertpapiertransaktionen gemäss dem Prinzip des "Straight through processing". Das IFZCH verfügt damit über eine Finanzmarktinfrastrukturkette, die in ihrer Art weltweit vorbildlich ist.

Das Element einer Zentralen Gegenpartei fehlt in diesem System. Angesichts der Tatsache, dass SWX und SIS von der EBK überwacht werden und zu SIC fast ausschliesslich von der EBK regulierte Institute zugelassen wurden, hielt sich das Gegenparteirisiko bisher in vertretbaren Grenzen. Hinzu kommen technische Vorkehrungen im Rahmen von SIS/SECOM und SIC bzw. euro-SIC, welche die Risiken aus dem fehlenden formellen Clearing vermindern helfen.

Mit der Öffnung der Märkte, d.h. mit der Zahl der sog. "Remote members", ist in jüngster Zeit das Bedürfnis nach einer weiteren Verminderung der Gegenparteirisiken aber gewachsen. Die vor ihrer Realisierung stehende virt-x hat dieses Bedürfnis so verstärkt, dass die Einrichtung einer Zentralen Gegenpartei unumgänglich erscheint.

virt-x steht für die neu geschaffene, vollelektronische Börse mit Sitz in London. Sie wird von der Financial Services Authority (FSA) in London überwacht. Ihr Handelssystem wurde

von der SWX erstellt und wird durch diese in der Schweiz betrieben. Über die virt-x sollen in Zukunft z.B. alle schweizerischen sog. Bluechips gehandelt werden. Die Teilnehmererschaft an virt-x ist international. Dadurch wird es für die einzelnen Teilnehmer schwieriger, das Kredit- bzw. Gegenparteirisiko einzuschätzen.

Mit der Einführung einer Zentralen Gegenpartei können die Risiken dadurch vermindert werden, dass die Verträge nicht mehr zwischen den Börsenmitgliedern direkt abgeschlossen werden, sondern zwischen den Börsenmitgliedern und einer Zentralen Gegenpartei. Um ihre eigenen Risiken zu begrenzen, schliesst die Zentrale Gegenpartei Verträge nur mit Marktteilnehmern besonderer Bonität ab. Diese haben einen speziellen Status, d.h. sie sind entweder sog. "General clearing members" oder "Individual clearing members". Die übrigen Börsenmitglieder haben keinen direkten Zugang zur Zentralen Gegenpartei, d.h. sie müssen ihre Geschäfte über die General clearing members abschliessen.

Als Zentrale Gegenpartei im System der virt-x ist das London Clearing House (LCH) vorgesehen. Die virt-x-Mitglieder können "General" oder "Individual clearing member" des LCH werden. Der Erwerb eines solchen Status zieht allerdings einen erheblichen Aufwand nach sich. Für zahlreiche Effekthändler mit Standort Schweiz ist dieser Aufwand wohl prohibitiv.

Ein neues Projekt, x-clear, soll hier eine Lösung bringen. Mit x-clear will die FSG für ihre Kunden eine Institution mit General clearing member-Status schaffen. Den Anbietern von Finanzdienstleistungen mit Standort Schweiz würde dadurch nicht nur der Zugang zur wohl effizientesten und sichersten Bluechips-Börse der Welt (virt-x) erleichtert. Über x-clear könnten sie zudem das gesamte Clearing und Settlement über eine schweizerische Infrastrukturkette laufen lassen. Die virt-x-Mitglieder könnten sich deshalb darauf verlassen, dass ihnen nicht nur die Anonymität im Handel, sondern auch in der Abwicklung garantiert bliebe. Dies erscheint nicht nur im Blick auf die sich verschärfende Konkurrenz der Banken untereinander als vorteilhaft. Auch aus der Sicht des für IFZCH wichtigen Vermögensverwaltungsgeschäfts kann die Nutzung der Dienste einer möglichst weitgehend dem schweizerischen Recht unterstehenden Infrastruktur als Vorteil gelten.

Das IFZCH entwickelt sich mit den Finanzmarktinfrastrukturen. Wirtschaftlich effiziente technologische Lösungen sind innerhalb enger nationaler Grenzen immer weniger zu verwirklichen. Für die Swiss Value Chain heisst das, dass sie internationaler werden muss. x-clear und virt-x stehen für den Optimierungsauftrag der Swiss Value Chain. Gelingt das Vorhaben, so bedeutet dies, dass die Internationalisierung die Konzentration nicht unweigerlich vorantreibt und die Vorzüge einzelner Finanzzentren unabwendbar einebnet. Doch: Ist diese Aussage mehr als nur ein frommer Wunsch?

## **5. Finanzmarktinfrastrukturen - ein Patentrezept?**

Mit dem Begriff "Infrastruktur" öffnet sich ein weites Feld. Während der Ingenieur an Strassen, Brücken und Tunnels denkt, lauten für den Ökonomen die Stichworte: Allokationsef-

fizienz, Marktversagen, öffentliche Güter, kollektive Finanzierung, Umverteilung. Der Praktiker spricht im gleichen Zusammenhang von Gemeinschaftswerken, womit das Ganze einen positiven Klang erhält. Dies ist auch im Bereich der Finanzmarktinfrastrukturen so.

"Gemeinschaftswerk" lässt anklingen, dass dessen Träger zusammenstehen, um gemeinsam zu schaffen, was dem Einzelnen unmöglich ist. "Unmöglich" heisst im Verständnis des Ökonomen "nicht über den Markt herstellbar". "Nicht über den Markt herstellbar" heisst, "nicht unter Bedingungen des vollkommenen Wettbewerbs herstellbar". Die klassischen Gründe für diese Unmöglichkeit sind dreierlei: Erstens ausgeprägte Grössenvorteile, d.h. sog. "economies of scale", zweitens ausgeprägte Sortimentsvorteile, d.h. sog. "economies of scope" und drittens ausgeprägte Netzwerkvorteile, d.h. sog. "economies of networks".

Im Falle von Grössenvorteilen sinken die Durchschnittskosten mit dem Output. Dabei liegen die Grenzkosten unter den Durchschnittskosten. Je mehr ein Hersteller verkaufen kann, desto tiefer liegen die Durchschnittskosten. Gleichzeitig sind Grenzkostenpreise aber unmöglich, da sie die Durchschnittskosten nicht decken. Eine spontane Wettbewerbslösung ist daher unmöglich. Der weder durch die Wettbewerbspolitik noch durch andere Regulierung gestörte Monopolist kann damit allerdings gut leben. Er setzt seinen Preis immer mindestens auf dem Niveau der Durchschnittskosten an. Der Markt wird dabei aber unterversorgt, und der Monopolist kann eine Rente abschöpfen. Die Lösung liegt entweder in einer regulierten Preissetzung oder in anderen, kollektiv motivierten Eingriffen in den Markt.

Sortimentsvorteile beruhen darauf, dass die Durchschnittskosten nicht mit der Menge, sondern mit der Anzahl bzw. Vielfalt der von demselben Anbieter hergestellten Produkte sinken. Die Grundlage von Sortimentsvorteilen sind Externalitäten zwischen gleichzeitig betriebenen Herstellungsprozessen. Sortimentsvorteile wirken sich aus wie Grössenvorteile. Auch sie fallen vor allem dem Anbieter zu. Mehr-Produkthersteller leben in einem Paradies der Mischrechnungen. Die wettbewerbliche Qualität der Preise für das einzelne Produkt ist kaum zu überprüfen. Preisdifferenzierung fällt leicht, und die Wahrscheinlichkeit, dass im Falle von "economies of scope" Wettbewerbslösungen resultieren, ist gering.

Netzwerkvorteile beruhen ebenfalls auf Externalitäten. Sie äussern sich auf der Nachfrageseite. Sie bestehen darin, dass der Nutzen eines Nachfragers umso grösser ist, desto grösser die Zahl der weiteren Nachfrager nach demselben Produkt ist. Solche Externalitäten können auch die Vorteile der Standardisierung begründen. Wie aber am Beispiel der Informatik und Telekommunikation festgestellt werden kann, wird es sehr schwierig, einem einmal etablierten Standard Konkurrenz entgegenzusetzen. Ein erfolgreicher Standard verleiht Monopolmacht. Die Versuchung, diese Stellung auszunützen, ist erheblich. IBM und Microsoft liefern Anschauungsmaterial. Der Standardwettbewerb ist oft unvollkommen. Die volkswirtschaftliche Effizienz bleibt auf der Strecke.

Schliesslich ist auf die für Finanzinfrastrukturen, seien sie von Grössen-, Sortiments- oder Netzwerkvorteilen geprägt, typischen sog. "Sunk costs" hinzuweisen. Bei "Sunk costs" handelt es sich um Verluste, die sich daraus ergeben, dass ein Teil der Investitionen nach



Aufgabe der Produktion wirtschaftlich nicht mehr zu verwerten ist. Solche Investitionen sind nicht mehr zurückzugewinnen, d.h. sie sind "sunk". Es liegt auf der Hand, dass Finanzinfrastrukturen umso weniger Konkurrenz erwächst, je grösser die ihnen eigenen "Sunk costs" sind. Konkurrenten scheuen Projekte mit "Sunk costs", weil diese die Kosten des erfolglosen Versuchs zum Markteintritt nach oben treiben. "Sunk costs" sind wirksame Marktzutrittsbarrieren.

So weit die theoretischen Grundbegriffe. Die Gemeinschaftswerke des IFZCH können zunächst als Versuch verstanden werden, die technologisch gegebenen Grössen-, Sortiments- und Netzwerkvorteile im Interesse der Gesamtheit der Finanzdienstleister zu nutzen. Allerdings verdeutlichte die Beschreibung der Tatbestände, dass gemeinsame Lösungen kaum stabil sind. Grundsätzlich ist es nämlich immer so, dass der "Grosse", sei er nun Nutzniesser von Skalen-, Sortiments- oder Netzwerkvorteilen, solange er von der Wettbewerbspolitik unbehelligt bleibt, allein am stärksten ist. Aus welchem Grund sollte der oder sollten die jeweils Stärksten schwächere Konkurrenten freiwillig an ihren Vorteilen teilhaben lassen? Der Monopolist sieht keinen Grund für die Preisgabe seines Wettbewerbsvorteils. Teilt er diese mit anderen Grossen, besteht die Tendenz zu koordiniertem Verhalten. Die kleineren Konkurrenten sind einem kalten Wind ausgesetzt.

Vom Konzept her wären alle diese Fälle wettbewerbspolitisch zu überprüfen. Vereinzelt wurden solche Überprüfungen in der Schweiz auch schon vorgenommen, z.B. als die Fusion der Schweizerischen Bankgesellschaft mit dem Schweizerischen Bankverein durch die Behörden zu bewilligen war. Doch erweisen sich solche Interventionen immer wieder als problematisch. Erstens deshalb, weil der technische Fortschritt die Tragfähigkeit der wettbewerbstheoretischen Konzepte fortlaufend untergräbt, was die meisten Ökonomen seit Schumpeter nicht erstaunt, obwohl sie sich immer wieder wundern. Effizienz Nachteile, die aus der statischen Betrachtung hervorgehen, werden tendenziell durch die über die Zeit wachsende Produktivität kompensiert. Zweitens lassen Marktanalysen, die sich auf die Schweiz beschränken, keine Urteile über international integrierte Märkte zu.

Heisst das, dass für Gemeinschaftswerke im IFZCH in Zukunft kein Platz mehr ist? Sicher nicht, aber nicht etwa, weil sich die Finanzmarktinfrastrukturen auf die Wettbewerbspolitik oder gar auf den Distanzschutz verlassen könnten. Die Finanzmarktinfrastrukturen im IFZCH verfügen immer weniger über "reservierte Kundschaft". Nicht nur auf die Börse, sondern grundsätzlich auf alle Arten von Finanzdienstleistungen kann über die Telekommunikation zugegriffen werden. Eine Bank, die eine bestimmte Dienstleistung benötigt, ist immer weniger auf einen heimischen Anbieter angewiesen, sondern kann sich diese Dienstleistung über "Remote access" beschaffen. Es ist eine glückliche Begleiterscheinung, dass die Telekommunikation nicht nur den grossen Instituten, sondern auch den mittleren und kleinen solche Optionen eröffnet.

Für die schweizerischen Finanzmarktinfrastrukturen folgt daraus das Primat der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Die Infrastrukturen im IFZCH sind als technisch-wirtschaftliche Plattformen zu verstehen, welche zwar in der Schweiz lokalisiert sind, ihre Dienstleistungen jedoch international anbieten, unter Umständen oder wahrscheinlich sogar immer

mehr im Verbund mit ausländischen Infrastrukturen. Dies liegt einerseits in den wirtschaftlichen und technologischen Zwängen zur Grösse begründet, d.h. in den Grössen-, Sortiments- und Netzwerkvorteilen, welche den schweizerischen Markt für Finanzdienstleistungen sprengen. Andererseits sind nur dem internationalen Wettbewerb ausgesetzte Finanzmarktinfrastrukturen auf die Dauer überlebensfähig. Ineffizienten Systemen laufen die Kunden schnell davon, und zwar je grösser, desto eher. Mit jedem Kunden, der abspringt, reduziert sich aber die Wettbewerbsfähigkeit. Daraus folgt eine tückische Eigenschaft der Finanzmarktinfrastrukturen: Zwar braucht es viel Kraft, sie aufzubauen. Büssen sie aber an Wettbewerbsfähigkeit ein, sind sie rasch tot.

Der Charme des Kriteriums der internationalen Konkurrenzfähigkeit liegt umgekehrt darin, dass eine konkurrenzfähige Finanzmarktinfrastruktur im IFZCH für verschiedenste Anbieter von Finanzdienstleistungen attraktiv sein kann, für Grossbanken so gut wie für mittlere und kleine Institute. Konkurrenzfähigkeit ist die alleinige Basis, auf welcher die heute immer wieder festgestellten Interessengegensätze zwischen den an den Infrastrukturen Beteiligten massgeblich relativiert werden könnten. Für Gemeinschaftswerkträume gemäss dem Motto "Alle für einen, einer für alle" bleibt dabei allerdings kein Raum.

## **6. Zur Rolle von Aufsicht und Zentralbank**

„Ein schlecht funktionierendes oder gar instabiles Finanzsystem erschwert bzw. verunmöglicht die Führung der Geld- und Währungspolitik.“ – Mit diesem Satz rechtfertigte ich zu Beginn meines Referats meine Präsenz an der heutigen Generalversammlung. Mein Interesse an den Finanzmarktinfrastrukturen begründete ich damit, dass die Infrastrukturen die Attraktivität des IFZCH mitbestimmen. Dessen Attraktivität ist gleichzusetzen mit dessen Konkurrenzfähigkeit, und letztere ist wiederum eine Voraussetzung der Funktionstüchtigkeit und Stabilität des Finanzsektors.

Als erstes ist festzuhalten, dass die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzsektors keineswegs das primäre Ziel von Finanzmarktaufsicht und Zentralbank ist. Für die Finanzmarktaufsicht, d.h. für die EBK, stehen der Gläubiger- und der Anlegerschutz im Mittelpunkt. Für die Zentralbank, d.h. für die SNB, steht die Führung der Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes im Zentrum. Konkret geht es um die Sicherung der Preisstabilität unter Beachtung der konjunkturellen Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft.

Die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzsektors ist für EBK und SNB somit ein sekundäres Ziel. Ihr Stellenwert ergibt sich nur aus ihrer Auswirkung auf die primären Ziele. Wettbewerbsfähige Finanzdienstleister sind rentable Finanzdienstleister. Mangelt es an Rentabilität, steht die Solvenz in Frage. Anbieter zweifelhafter Solvenz gefährden die Sicherheit von Gläubigern und Anlegern. Auch scheiden sie als Partner der SNB in der Geld- und Währungspolitik aus. Die Problematik verschärft sich dadurch, dass insolvente Banken Ansteckungsherde bilden, von denen aus die Solvenz des Finanzsystems als Ganzes erschüttert werden kann. Dies ist eine der Begründungen für die sog. „systemischen Risiken“, welche

gegenwärtig wachsende Aufmerksamkeit der Gremien von Aufsicht und Zentralbanken finden.

Effiziente und sichere Finanzmarktinfrastrukturen tragen wesentlich zur Rentabilität, Funktionstüchtigkeit, Solvenz und Stabilität von deren Nutzer bzw. Kunden bei. Andererseits bilden mangelhaft konstruierte oder schlecht geführte Infrastrukturen ihrerseits eine gefährliche Quelle finanzieller Instabilität. Finanzmarktinfrastrukturen bieten nicht nur Grössen- und Sortimentsvorteile, sondern sind typischerweise auch Netzwerke. In Netzwerken hängen die Kunden von der Stabilität des Ganzen ab. Finanzmarktinfrastrukturen haben somit zwei Gesichter: Unter günstigen Voraussetzungen tragen sie zur Stabilität von Finanzsystemen bei, unter schlechten gefährden sie diese.

Diese Ambivalenz prägt die Haltung von Aufsicht und Zentralbank gegenüber den Finanzmarktinfrastrukturen. Aus der Sicht der Regulatoren bedarf bei allem grundsätzlichen Wohlwollen der Betrieb von Finanzmarktinfrastrukturen sowohl einer Bewilligung als auch der kontinuierlichen Überwachung.

Die EBK trägt die Hauptlast der Verantwortung. Im Bereich der Zahlungssysteme nimmt ihr die SNB einen Teil dieser Verantwortung ab. Die Überwachungsfunktion der SNB im SIC wurde bereits erwähnt. Gemäss Entwurf zum revidierten Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank (E-NBG), der gegenwärtig in der Vernehmlassung steht, soll die SNB explizit ermächtigt werden, die Tätigkeit von bargeldlosen Zahlungssystemen zu überwachen, von welchen Risiken für die Stabilität des Finanzsystems ausgehen können. Für den Fall, dass der Betreiber eines Zahlungssystems die an ihn gestellten Mindestanforderungen nicht erfüllt, sieht der Entwurf verwaltungsrechtliche Sanktionen vor. So könnte einem System der Zugang zum SNB-Girokonto verweigert werden. Auch könnte die SNB öffentlich vor der Benutzung eines mangelhaften Systems warnen. Weitere Sanktionen sollen dagegen nicht von der SNB, sondern von den für die Überwachung der Betreiber und der Teilnehmer am System zuständigen Behörden im In- und Ausland erlassen werden.

Durch die im E-NBG vorgesehene Rechtsnorm werden die traditionellen Bestrebungen der SNB, einen Beitrag zu einer sicheren Zahlungsinfrastruktur zu leisten, auf eine klare rechtliche Grundlage gestellt. Regulatorischer Aktivismus liegt der SNB fern. Ihr Anliegen ist geld- und währungspolitischer Natur. Dass sie mit ihren Sicherheitsanforderungen an Zahlungssysteme zur Attraktivität des IFZCH beiträgt, ist ein höchst willkommener Nebeneffekt.

So sind auch die Aktivitäten der SNB für das neue Devisenabwicklungssystem CLS zu verstehen. Das CLS-System, d.h. das "Continuous linked settlement-System", wurde von den wichtigsten, international tätigen Geschäftsbanken zwecks Verminderung der Abwicklungsrisiken im Devisenhandel initiiert. In den nächsten Wochen wird unter der Federführung der Federal Reserve Bank of New York (NY Fed) das Bewilligungsverfahren für CLS Bank beginnen. Die SNB beteiligt sich an diesem Vorgang deshalb, weil der CHF als eine von sieben Währungen von Beginn an im CLS-System abgewickelt werden soll und die NY Fed dem Einbezug des CHF nur zustimmt, wenn auch die SNB ihr Einverständnis erklärt.

Doch wird sich der "Lead regulator", d.h. die NY Fed, auch im Betrieb der CLS Bank auf die Kooperation mit anderen Zentralbanken einschliesslich SNB abstützen. Die Aufsichtsbehörden folgen den sog. "Lamfalussy principles". Diese bestimmen die Zusammenarbeit der Zentralbanken in der Aufsicht über grenzüberschreitende Mehr-Währungs-Netting- und Settlementssysteme.<sup>6</sup> Die von mir erhobene Forderung, Finanzmarktinfrastrukturen seien international auszurichten, gilt somit auch für die Aufsicht.

Ich komme zum Schluss: Das IFZCH verkörpert ein volkswirtschaftliches Centre of excellence. Im Mittelpunkt steht die Vermögensverwaltung. Deren Attraktivität wird manchmal auf die regulatorischen Rahmenbedingungen reduziert. Diese sind wichtig, entscheiden aber nicht allein über die Zukunft. Neben der Diskretion zählen noch andere Faktoren. Die Solidität der Anbieter und das Preis-Leistungsverhältnis der Dienstleistungen wiegen mindestens ebenso schwer. Finanzmarktinfrastrukturen können tragende Säulen der Wettbewerbsfähigkeit des IFZCH sein, aber nur, wenn sie kompromisslos der Effizienz untergeordnet werden. Internationale Zusammenarbeit und Offenheit gegenüber ausländischen Kunden helfen, die Enge des schweizerischen Binnenmarktes zu überwinden. Die Entwicklung der Swiss Value Chain belegt diese These. Die Finanzmarktaufsicht und die Zentralbank sind an einem attraktiven IFZCH interessiert. Sie anerkennen die Bedeutung der Finanzmarktinfrastrukturen. Anlässlich von Bewilligung und Überwachung sind sie zu einer sorgfältigen und umfassenden Abwägung der Chancen und Risiken verpflichtet und kommen dieser Verpflichtung mit grossem Engagement nach.

Die Verantwortlichen der Finanzmarktinfrastrukturen stehen vor grossen Aufgaben. - Ich kann nur für die SNB sprechen, glaube aber, auch die Haltung der EBK zu treffen, indem ich sage: Aufsicht und Zentralbank verstehen sich als konstruktive Partner und freuen sich über jeden Erfolg im Interesse des IFZCH.

---

<sup>6</sup> Committee on Payment and Settlement Systems, Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Bank for International Settlement, Basel 2001, S. 68 - 9