



Globalisierte Finanzmärkte: Chancen, Risiken und Herausforderungen für Finanzplätze

Dr. iur. Kurt Hauri
alt Präsident der Eidg. Bankenkommission
Muri bei Bern

Liechtenstein Dialogue
Vaduz, 27./28. Oktober 2005

Von „**globalisierten Finanzmärkten**“ zu sprechen ist eigentlich, jedenfalls rein sprachlich gesehen, viel zu eng, allzu bescheiden. Es versteht sich: ich masse mir in keiner Weise an, gleich zu Beginn meines Referates das Thema des diesjährigen „Liechtenstein Dialogue“ in Frage zu stellen. Allein, herkömmlicherweise gilt „global“ nach seiner lateinischen Herkunft als „die gesamte Erdoberfläche umfassend“.

Nun, die Finanzmärkte der Gegenwart sind weit mehr. Sie umfassen nicht bloss, kaum noch geographische oder politische Grenzen kennend, den ganzen Erdball rundum. Hiezu kommt, dass die überschliessenden, längst nicht mehr voll aufnehmbaren technologischen Möglichkeiten die Zeit oder jedenfalls ihre Differenzen zu Null werden lassen. Und zum dritten bietet eben diese Technologie der Finanzbranche und ihren Leistern eine nahezu schrankenlose Grundlage, um täglich neue Produkte und Dienstleistungen zu kreieren und anzubieten.

Raum, Zeit und Technik sind in den modernen, eben globalisierten Finanzmärkten unlösbar eng untereinander verflochten und machen diese zu höchst komplexen Gebilden. Sie können nicht einzeln und getrennt voneinander gewogen und beurteilt werden. Sie zu erfassen stellt höchste Anforderungen an ein vernetztes, eben globales im dreifachen Sinne verstandenes Denken. So lässt sich wohl fragen, ob man statt von *globalen* nicht genauer von *totalen* Finanzmärkten sprechen sollte.

Diesem Denken stehen natürlich mannigfaltige verlockende Chancen offen. Weite und breite Gelegenheiten öffnen sich, das Angebot an Produkten und Dienstleistungen und für ihren Vertrieb zu erweitern. Hiezu kommt, dass – theoretisch jedenfalls – alles und jedes gleichzeitig und überall aus einer Hand angeboten werden kann. Die Sparten-trennung lässt sich überwinden.

Immerhin stehen diese Chancen nicht ohne wesentliches Gegenstück, nicht ohne Risiken im Angebot. Die hohe, kaum noch zu bewältigende Komplexität setzt ihrerseits Hürden und Grenzen. Der globale, eben weltweite Wettbewerb lässt keine Schwächen



und Lücken zu, wenn die Chancen wahrgenommen und umgesetzt werden wollen. Und die längst grenzüberschreitende Finanzkriminalität, immer noch mehr durchtrieben und noch weniger durchschaubar, will nicht bloss am Rande mitberücksichtigt, sondern unmittelbar und gewichtig in die Überlegungen einbezogen sein.

Und schliesslich, um das verfochtene Gewebe noch enger zu machen: all das eben Gesagte über die Chancen und die ihnen entgegenstehenden Risiken gilt in gleichem Masse ebenso sehr für die einzelnen Finanzmarktakteure wie für ihre Gesamtheit auf den einzelnen Finanzplätzen. Die einen können sich nicht von den andern loslösen oder gar verabschieden. Die Herausforderungen laufen parallel und in gegenseitiger Abhängigkeit.

Ein treffendes Beispiel für dieses herausfordernde Zusammengehen von Finanzmärkten, -plätzen und -akteuren sind die **Hedge Funds**, erfüllt von nur halb schlummernder Sprengkraft: an die 8'000 an der Zahl, an die tausend Milliarden USD unter Verwaltung, mit überschüssendem Wachstum, bis zu 50 Prozent der Tagesumsätze an den Börsen von New York und London erreichend, jährliche Durchschnittsleistungen – Verdienst lässt sich nicht mehr sagen – von 65 Mio. USD an 100 Top-Manager. Sie sind kaum reguliert. Ihre komplexen Strategien sind für den Investor nicht transparent und noch weniger verständlich. Ihr Einfluss auf die Stabilität des weltweiten Finanzsystems ist heute nicht erhärtet, weder im Guten noch im Schlechten. Die Risiken von Leverage, Marktvolatilität, Konzentration, von Wettbewerbs- und damit Renditedruck lassen Bedenken und Sorgen aufkommen.

In diesem Lichte ist es wohl verständlich, ja Pflicht, dass sich Aufsichtsbehörden und Zentralbanken, ja gar die Staats- und Regierungschefs der G8 den Hedge-Fonds annehmen. Allein, gerade hier liegt der Kern des Problems. Kaum ein Vehikel wie die Hedge-Fonds hat einen derart globalen – oder eben einen totalen – Markt. Einzelstaatlich allein sind sie einer griffigen, durchgängigen Regulierung und Überwachung nicht zugänglich. Und die internationalen Finanzmarktorganisationen, so viele auch tätig sind, zeigen sich bisher nicht in der Lage, gemeinsam und verbindlich einzugreifen. So können die Hedge-Fonds vorderhand weiterhin im regulatorischen Schatten ihr Dasein leben, gefürchtet und bewundert zugleich.

Der Trost ist schwach, dass sie durchaus ihre guten Seiten haben. Sie erhöhen die Effizienz der Märkte, sie springen mit Liquidität ein, sie übernehmen Risiken, für die anderen Mitspieler nicht bereit sind.

Mannigfache Umstände bestimmen die **Wettbewerbsfähigkeit** eines Finanzplatzes. Sie lassen sich dreifach in die (subjektiv) menschlichen Qualitäten, in die (objektiv) unternehmerische Leistungsfähigkeit und schliesslich in das staatliche Umfeld gliedern. Dabei hängen, einmal mehr auch hier, alle Faktoren unmittelbar gegenseitig voneinander ab.

Zum ersten, allen andern Faktoren weit vorausgehend, prägt der einzelne Mensch den Ruf und damit unmittelbar die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzinstitutes, an dessen Führung er, der Mensch, mitbeteiligt ist. Integrität und das Bekenntnis zu ethischen



Werten finden sich nicht bloss als schöne Worte auf dem Hochglanzpapier der Geschäftsstrategie. Sie werden vielmehr von eben diesen Menschen tagtäglich beharrlich, zielstrebig und ohne Vorbehalte gelebt und vor allem auch vorgelebt. Mit Zahlen umzugehen, mit Millionen- und Milliardenbeträgen an Franken und Dollars, an Euro und Yen, mit Indices, Volumina und Volatilitäten, ist ein leichtes Spiel. Allein, nicht mit ihnen, vielmehr mit dem Subjektiv-Menschlichen wird die Reputation eines Finanzinstitutes und eines Finanzplatzes gemacht, wird das Vertrauen in sie aufgebaut und erhalten. Dieses Vertrauen ist stark auf den einzelnen Kunden bezogen, der Ruf in einem weitem, allgemeinen Umfeld angesiedelt. Eine zwar enorme, nichtsdestoweniger aber rücksichtslose, weil extrem einseitige Ideologie glaubt – und sich dabei irrend –, diesen Ruf einzig und allein am Wert einer Aktie messen zu können. Der gute Ruf muss sich, damit er über den Zeitenlauf Bestand hat, viel breiter abstützen, auf mancher tragenden Säule gebaut sein. Die Arbeitnehmer – höchst wertvolles Kapital, wenn auch ausserhalb der Bilanz –, die Kunden und Gläubiger, die Öffentlichkeit schlechthin nehmen eine Bank ins Visier, festigen ihren Ruf oder senken ihn ab. Die Ethik hat im Bankbetrieb, mehr noch als in einem andern Unternehmen, dem unerbittlichen Wettbewerb die Stange zu halten, dem notwendigen Streben nach Effizienz und Rentabilität ein vollwertiges Gegengewicht zu sein. Der Mensch muss letztlich das Mass sein, seinem eigenen Gewissen und seiner Verantwortung bewusst, nicht die abstrakte nackte Zahl. Geld und Moral schliessen sich nicht aus. Der Mensch muss sie in Einklang bringen.

Zum zweiten vermag die unternehmerische Leistungsfähigkeit die Stärke im Wettbewerb wesentlich zu bestimmen. Die Qualität der Dienstleistungen und Produkte bringt dann langfristig die angestrebte Neutralität, wenn sie sich schwergewichtig noch mehr an den Interessen des Kunden als an jenen der Bank ausrichtet. Kaum von Belang ist dabei, ob dies im Rahmen einer breit gefächerten Universalbank oder eines sich auf wenige Kern- und Nischengeschäfte beschränkenden Institutes geschieht. Die genannte Qualität muss letztlich ein einziges Ziel anstreben: die Zufriedenheit des Kunden. Der Wettbewerb und die geographische Globalisierung bieten dem Unzufriedenen leichte und vielfältige Möglichkeiten, auf eine andere inländische Bank oder einen ausländischen Finanzplatz auszuweichen.

Schliesslich zum dritten ist, es versteht sich, das staatlich gebotene Umfeld für den Wettbewerbsstandard eines Finanzinstitutes und eines Finanzplatzes von grosser Wichtigkeit. Man lebt nicht im luftlosen Raum. Der Aufseher denkt natürlich in erster Linie an die Regulierung und – ebenso entscheidend – an ihre Durchsetzung. Bei allen notwendigen Bestrebungen für eine internationale Harmonisierung der nationalen Regelwerke spielt dennoch zwischen den einzelstaatlichen Aufsichtsbehörden ein – zwar durchaus anständiger und gebändigter – Wettbewerb. Für sein eigenes Land einzustehen ist ja durchaus legitim, mehr noch geboten. Die Aufsicht und ihre Regulierung, begleitet und gepaart mit der politischen Stabilität, geben einem Finanzplatz die von den Finanzakteuren gesuchte Rechtssicherheit, machen ihn beständig und berechenbar. Die Regulierungs- und vor allem die Aufsichtskultur sind von beiden Beteiligten, den Beaufsichtigten und den Aufsehern, zum gemeinsamen Nutzen dauerhaft zu pflegen. Gegenseitige Loyalität, gegenseitiger Respekt und gegenseitiges – kontrolliertes – Vertrauen sollen dieses Gefüge auszeichnen. Ein tiefes, langes Regulierungsniveau und eine gestörte Aufsichtstätigkeit hemmen zwingend, jedenfalls mittel- und langfristig, das



nachhaltige Wachstum eines Finanzplatzes. Weshalb? Weil sie seine Reputation ganz unmittelbar und rasch in Mitleidenschaft ziehen. Namentlich Finanzplätze, deren Kundenschaft zu einem gewichtigen Teil nicht im Land ansässig ist – und damit meine ich natürlich besonders ihr Fürstentum und die Schweiz –, sind in dieser Beziehung ganz besonders gefordert – immer wieder: ihres Rufes wegen. Schnell kann er in die Tiefen eines echten Offshore-Paradieses fallen.

Die **institutionellen Rahmenbedingungen** sind in internationaler Sicht durchaus und dauernd im Fluss – wie letztlich alles im Leben schlechthin.

Die Regulierung wächst, namentlich in den angelsächsischen Staaten, aber auch auf zwischenstaatlicher Ebene, munter an und mit ihr wachsen die damit verbundenen, so sehr beklagten Kosten. Das Bewusstsein für die steigenden Regulierungs- und Aufsichtslasten nimmt deutlich zu. Hier indessen meine ich nicht allein die aufsichtsrechtliche Regulierung. Aus einem überschüssenden Sicherheits- und Absicherungsdenken hinaus pochen die Banken intern und die Revisionsstellen ihrerseits darauf, alles und jedes bis in die letzte Einzelheit geregelt zu haben. In einem echten Dialog zwischen den Banken, ihren Verbänden und den Aufsichtsbehörden dürfte aber dieses wahre Problem wenn nicht gelöst, so doch gemildert werden können.

Wie Basel II vorzüglich, wenn auch in erschreckender Komplexität zeigt, wendet sich die Überwachung neu konsequent nach den Risiken. Diese risikoorientierten Regeln erfassen nicht mehr pauschal die einzelnen Finanzinstitute. Vielmehr knüpfen sie unmittelbar und wohl (oder über-) differenziert an die einzelnen eingegangenen Risiken an.

Im weiteren schreitet die Integration der Aufsicht über die Finanzintermediäre – Banken, Börsen, Anlagefonds, Versicherungen und Geldwäscherei, teilweise auch Pensionskassen – entschlossen voran. Ihr Land ist dabei mustergültig mitgegangen. Die nicht mitmachenden Staaten werden nachgerade zu Aussenseitern, allen voran die USA.

Vereinzelt wird auch der Konsumentenschutz zu einem eigenständigen Ziel der Finanzmarktaufsicht. Voran geht dabei die Financial Services Authority des Vereinigten Königreiches. Man kann aber mit Fug auch davon ausgehen, dass eine wirkungsvolle Aufsicht ohne Spartenrennung den Schutz des Kunden unmittelbar miterfasst, ohne dass dieser Kunde für seine Bankbeziehungen behördlich besonders ausgebildet oder gar erzogen werden müsste.

Der ehemalige Präsident einer Aufsichtsbehörde muss zwangsweise immer wieder von der **Regulierung** sprechen. Zu ihr gehört, in einem weiteren Sinne und mit viel Gewicht, auch die **Selbstregulierung**.

Regulierung hat nicht an sich einen schlechten Charakter. Ein gewichtiger internationaler Finanzplatz braucht eine wirkungsvolle, von wirtschaftspolitischen Markteingriffen freie und glaubwürdige Regulierung. In der heutigen Zeit der weltumspannenden Märkte wollen die internationalen Standards, namentlich des Basler Ausschusses für Ban-



kenaufsicht und der Internationalen Organisation der Effektenhandelsaufseher (der IOSCO), berücksichtigt sein – mit Mass, nicht unbesehen und den nationalen Handlungsspielraum nutzend.

Die Aufsichtsbehörde hat sich bei jedem Regulierungsvorhaben mit den Betroffenen über das Vorgehen auszusprechen. Die Regulierung ist mittelfristig zu planen, Prioritäten sind zu setzen. Auf hoher Ebene werden zu Beginn der Rechtsetzung gemeinsam die Leitplanken festgelegt, wird nach Varianten und Differenzierungsmöglichkeiten gesucht.

Die Selbstregulierung hat sich in der Schweiz, ergänzend zur staatlichen, seit langem grundsätzlich bewährt. Sie verdient viel Wohlwollen, entlastet den Staat, fördert markt-nahe Regeln und erweist sich als anpassungsfähig. Allerdings bedarf sie der staatlichen Einbettung. Nur ihre aufsichtsrechtliche Anerkennung als zwingender Mindeststandard gilt ihr das unentbehrliche Gewicht.

Vier Gründe lassen der Selbstregulierung zu recht eine bedeutende Rolle zukommen. Vorweg soll unter einem liberalen Staatsverständnis nicht beim Staat liegen, was Private zu ordnen imstande sind. Zum zweiten will das Subsidiaritätsprinzip, dass nicht nach oben delegiert werden soll, was weiter unten geregelt werden kann. Der dritte Grund reicht ins Materielle hinein. Wenn sich der Markt selber seine Regeln gibt, wird er dies möglichst praxisnah tun, denn sie werden erlassen durch jene, die den Markt bilden und betreiben. Der vierte Grund schliesslich ist ein Plädoyer für ein pragmatisches Vorgehen. Wo Regulierungsbedarf erkannt und von den Betroffenen hinreichend umgesetzt wird, sollen diese auch selber flexibel regulieren können.

Eine Schwäche wird die Selbstregulierung nicht los. Sie muss von griffigen Sanktionen von einer gewissen Strenge begleitet sein. Privaten Organisationen fehlen entsprechende ausreichende Möglichkeiten. Es darf in unserem Rechtssystem keine Art von Selbstjustiz geben.

Deshalb begehren die Gremien der Selbstregulierung mit allem Grund, dass die Aufsichtsbehörden die von ihnen erarbeiteten Regeln als Mindeststandard anerkennen. Damit werden sie überwachungsbedürftig, werden ihre Einhaltung durch die externen Revisionsstellen geprüft und ihre Verletzung von der Aufsichtsbehörde sanktioniert.

Mit der Globalisierung der Finanzmärkte untrennbar verbunden, siamesischen Zwillingen gleich, sind die internationalen Organisationen, die sich der Aufsicht über die Finanzmärkte, -plätze und -institute widmen:

- vorweg der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht und die Internationale Organisation der Effektenhandelsaufseher (IOSCO)
- weiter das Financial Stability Forum, für die Bekämpfung der Geldwäscherei die Financial Action Task Force sowie verschiedene Gremien der Europäischen Union
- und schliesslich ergänzend der Internationale Währungsfonds, die Weltbank und die OECD.



Die Legitimation für ihre sehr bedeutende und griffige, ja eingreifende Tätigkeit gründet viel weniger auf rechtlich verbindlichen Grundlagen als auf ihrer unbestrittenen fachlichen Autorität und auf ihrem Ansehen. Ihr unentwegter Appell an die Eigenverantwortung trägt wesentlich bei zum Ruf und damit zum Erfolg der Finanzmärkte.

Die von ihnen beharrlich angestrebte Harmonisierung – nicht Vereinheitlichung – der Regeln für die Märkte und für die Institute ist das unentbehrliche Gegenstück zur Globalisierung. Sie stellt sicher, dass diese sich nicht schranken- und uferlos entwickelt, sondern durch – wenn auch weite – Rahmen einigermaßen zusammengehalten wird.

Das internationale Regelwerk setzt derart Leitplanken für die nationale Regulierung. Die Märkte kennen erfreulicherweise längst keine Landesgrenzen mehr. Die Aufsicht dagegen liegt nach wie vor in der Zuständigkeit der Einzelstaaten. Da ist es für diese nicht bloss ein Gebot, sondern ein Zwang, sich anzugleichen. Der einzelne Staat hat zwar ein Eigendasein. Er ist jedoch gleichzeitig ein blosses Glied im grossen Gefüge des Miteinanderseins. Er muss zwar die internationalen Standards durchaus nicht unbesehen übernehmen, muss sich aber zwingend an ihnen orientieren. Beachtet er die internationalen Entwicklungen, so fördert er die Attraktivität seines Finanzplatzes. Lebt er demgegenüber diesen Standards nicht nach, so läuft er Gefahr, international gebrandmarkt zu werden. So bleibt die Überzeugung, dass die internationalen Gremien mit ihrem Tun die Rechtssicherheit und die Berechenbarkeit für die Marktteilnehmer stärken.

Als ich das letzte Wort dieses Referates zu Papier brachte, hielt ich es spontan mit Goethe: „Sobald man spricht, beginnt man schon zu irren.“ Ich habe alles Verständnis, wenn Sie nach dem Zuhören gleich empfinden.

Für eben dieses Zuhören danke ich Ihnen herzlich.