

Gurtenobligatorium für Anleger?

1. Eignungsprüfung für Hundehalter

Von nun an wird alles besser werden. Denn wenn es nach dem Willen der Schweizer Regierung geht, der in dieser Sache fast alle wichtigen Meinungsmacher Applaus spendeten, dann wird sich unser Land zu einem besonders sicheren Platz auf der Welt wandeln, was die Begegnung mit Hunden anbelangt. Gemäss einer vorgeschlagenen Revision der Tierschutzverordnung werden nämlich sämtliche Hundehalter künftig einen eintägigen Kurs besuchen und sich über die erfolgreiche Absolvierung ausweisen müssen. Ob Pitbull, Pudel oder Mops: Vor dem Gesetz sind alle Hunde und Hundehalter gleich, und so wird es nun also kommen, dass Samstag für Samstag Karawanen von Frauchen und Herrchen zur Hundeschule pilgern, um am Ende einer hochstehenden kaninen Ausbildung die ersehnte staatliche Konzessionsurkunde überreicht zu erhalten.

Wir werden uns in den folgenden Kapiteln dieses Anlagekommentars nicht weiter beim gewiss nicht weltbewegenden Thema der Hundehaltung aufhalten – der regulatorische Vorgang ist bei diesem Beispiel indessen dermassen typisch, dass wir noch ein wenig ausholen wollen. Wie kam es denn zu diesem insgesamt ja eher als lächerlich einzustufenden Verordnungsentwurf? Am Anfang stand, ziemlich genau vor einem Jahr, ein furchtbarer Unfall, bei dem ein sechsjähriger Bube in einer Zürcher Vorortsgemeinde von drei aus einem offenbar ungenügend gesicherten Käfig ausgebrochenen Pitbull-Terriern totgebissen wurde. Das Geschehen erschütterte verständlicherweise die Öffentlichkeit und beherrschte während einigen Wochen die Schlagzeilen der Medien. Das Thema fand mit einer von 170'000 Bürgern und 147 eidgenössischen Parlamentariern unterzeichneten Hunde-Petition Eingang in die Politik, und es war offenbar undenkbar, dass man angesichts solchen Drucks von der Strasse und vom Parkett her die ohnehin anstehende Revision der Tierschutzverordnung nicht auch dieser Problematik widmen würde.

Der Konsens darüber, dass die Hundehalter sozusagen an die Leine des Staats zu nehmen sind,

hält offensichtlich an, obschon, wie die Weltwoche (Nr. 48, Seite 31) kürzlich richtig bemerkte, dem tragischen Einzelfall ja keine Massen-Attacken von wild gewordenen Pitbulls gefolgt sind und man mithin weit entfernt von einem nationalen Hundenotstand ist. Einmal angeworfen, ist die Regulationsmaschine nicht mehr zu stoppen. Denn für wen würde es sich überhaupt lohnen, den gesetzgeberischen Overkill zu beenden? Für den Politiker sicher nicht. Denn erstens ist der Verzicht auf konkrete Taten, der Nicht-Aktivismus, ganz generell kein erfolversprechendes Rezept in der Politik, und zweitens könnte dies auch konkret ins Auge gehen, wenn dann doch wieder einmal ein Pitbull-Terrier zu beisst. Für die Verwaltung? Ganz sicher nicht. Die Aussicht, mit einem neuzuschaffenden Bundesamt für Hundehaltung (BaHuHa) mittels Oberaufsicht die gleichmässige Ausführung der Verordnung durch die Kantone sicherstellen und die Schweiz in internationalen Hundehaltungsgremien vertreten zu dürfen, ist allzu verlockend. Für die Organisationen der Hundefreunde? Ganz sicher auch nicht. Denn diese wittern die Chance, ihre gesellschaftliche Relevanz für immer in Stein gemeisselt zu sehen, ja für die obligatorischen Hundehalterkurse entschädigt zu werden. Nichts Schöneres für einen Vereinsobmann, als endlich einmal ernst genommen zu werden, staatlich zertifiziert sozusagen, und mit der Aussicht versehen, dereinst alle Hundehalter per Zwangsmitgliedschaft in der Innung zu wissen. Und was mit der armen Hundehalterin und ihrem Dackel? Wohl auch nicht, denn der Aufwand, sich für ihre Freiheit zur Wehr zu setzen, wäre dann doch unverhältnismässig im Vergleich zum zwar lästigen, aber halbwegs hinnehmbaren Gang in die Hundehalterschule.

Im ökonomischen Zweig der Politikwissenschaft bezeichnet man solche Konstellationen mit „Asymmetrie der Anreizsituation“ und kann damit die unaufhaltbare Tendenz zu mehr und dichterem Regulierung erklären. Es gibt in unserem (sich durchaus immer wieder demokratisch legitimierenden!) System keine Instanz, die darauf hinweisen würde, dass bestehende Gesetze eigentlich genügen würden, um immer wieder entstehende oder passierende Fehlleistungen zu korrigieren. Wie nötig wäre eine solche Stimme, wie sinnvoll

ihre Ausstattung mit politischem Gewicht! So verfügt beispielsweise das schweizerische Strafgesetzbuch mit den Artikeln zur fahrlässigen Tötung und zur fahrlässigen Körperverletzung (StGB Art. 117 bzw. 122) exakt über die richtigen Bestimmungen, um die für die drei Pitbull-Terrier verantwortlichen Hundehalter der gerechten Strafe zuzuführen. Mit etwas richterlichem Mut liesse sich sogar Eventualvorsatz und damit ein sehr hohes Strafmass begründen. Eine solche Strafandrohung müsste eigentlich in genügender Weise general-präventive Wirkung zeitigen, so dass es weiterhin bei Einzelfällen bleibt und auch künftig keine Massen-Attacken von Pitbulls drohen. Stattdessen wird nun aber der Weg der Ver-administrierung gewählt, und letztlich werden auch die (im Extremfall strafrechtlich relevanten!) Verantwortlichkeiten verwischt, denn künftig wird es ja so sein, dass zur Unverantwortlichkeit eines Hundehalters das allfällige Ungenügen seiner Hundehalter-Ausbildner und die ungenügende Aufsicht derer Hundehaltervereinsorgane und eine ungenügende Oberaufsicht durch das BaHuHa hinzukämen. Worauf man nach einem nächsten Einzelfall die Tierschutzverordnung erneut verschärfen und mit spezifischen Strafnormen versehen „müsste“. In der Fachsprache nennt man diesen Vorgang „Down-Scaling“.

2. Mit MiFID gegen Pitbulls

Die Verwischung der Verantwortlichkeiten ist das Hauptproblem, das sich bei einer Erhöhung der Regelungsdichte immer stellt. Am Beispiel der auf Anfang 2007 im EU-Raum Gültigkeit erlangenden MiFID-Richtlinie kann dies ohne weiteres gezeigt werden, darüber hinaus und vielleicht ebenso gravierend auch alle indirekten Implikationen. MiFID steht für „Markets in Financial Instruments Directive“ oder „Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente“. Sie wurde im Jahr 2004, also noch unter dem Eindruck des Kurszerfalls nach Platzen der Technologieblase und des Desasters am (deutschen) „Neuen Markt“ verabschiedet. Ihr Hauptanliegen ist der Schutz des Anlegers vor allen möglichen Unbilden, welche die Finanzmärkte, ähnlich wie der Schulweg von unschuldigen Kindern, mit sich bringen können.

Nun ist es ja durchaus so, dass an den Finanzmärkten Unfälle und Verbrechen passieren. Wenn wir es richtig sehen, gibt es sogar fast so etwas wie eine gewisse Regelmässigkeit im Auftreten von Finanzskandalen, bei welchen Anleger zu Schaden kommen – über die letzten dreissig Jahre im Durchschnitt etwa alle fünf bis acht Jahre. War es in den Siebzigerjahren der famose Bernie Cornfeld mit seinem IOS-Fonds, dann war

es später der unscheinbare Werner K. Rey, dann der European Kings Club mit seinen Ablegern nach Deutschland und Österreich, schliesslich vor kurzem der seltsame Chemielaborant Behring aus Basel. Alles in allem haben sie mehrere Milliarden Franken anvertrauter Gelder versenkt.

Die zeitliche Regelmässigkeit lässt auf das Erinnerungsvermögen der Anleger schliessen. Es ist nicht übermässig lang und taugt offenbar auch nicht allzu viel. Denn die Schemen, nach denen jeweils gehandelt wurde, und die involvierten Charaktere weisen durchs Band wiedererkennbare Gemeinsamkeiten auf, die es erlauben würden, das nächste Mal nicht wieder auf den Leim zu kriechen. So wurden immer weit überdurchschnittliche und bei weitem zu stetige Renditen versprochen. Immer landeten die Anlagegelder in verschachtelten, letztlich völlig intransparenten, über mehrere Jurisdiktionen verteilten Rechtskonstrukten. Selten, oder nur in wenig relevanten Nebengesellschaften, waren seriöse Buchprüfer engagiert. Nie war klar, aus welchen Quellen die überdurchschnittlichen Renditen wirklich gespiessen werden sollten. Und immer mussten dann, weil es diese Quellen eben gar nicht oder nur in krass mangelndem Ausmass gab, Löcher mit dem Geld immer neuer Anleger gestopft werden, weshalb denn auch dem Marketing (und den zu diesem Behuf notwendigerweise hohen Kommissionen) grosse Bedeutung zukam. Am Ende entpuppten sich die meisten Schemen als reine Schneeball-Konstrukte, die darauf beruhen, dass immer mehr neue Zahler die früheren befriedigen. Man kennt das Prinzip von den Kettenbriefen her. Auch dort funktioniert es nicht ad libitum. Die letzten beißen die Hunde.

Bei den involvierten Personen fallen als gemeinsame Merkmale fehlende Ausbildung und mangelnder beruflicher Hintergrund, daneben aber auch ein diesen Defekt kompensierendes gewisses Charisma auf. Bernard Cornfeld war Tür-zu-Tür-Verkäufer, Hausierer also, für amerikanische Aktienfonds, bevor er sein europäisches Imperium errichtete. Ab 1968, also bereits fünf Jahre vor dem Untergang der IOS, befasste er sich kaum mehr mit geschäftlichen Belangen, sondern als Jet-Setter eher mit schönen Frauen. Damara Bertges, bar jeglicher finanzieller Vorkenntnisse, wird auch heute noch, nach ihrer Verurteilung durch das Strafgericht, als eine Art weiblicher Robin Hood im Kampf gegen die „Hochfinanz“ gefeiert. Behring fiel in Basel durch seine exorbitant teuren Renovationen von Altstadt Häusern auf und kleidete sich in unnahbarem Schwarz. Dass eine Laborantenlehre kaum genügt, um mit Hunderten von Millionen fremden Geldes umzugehen, störte während langer Zeit niemanden,

obschon die Vorstellung darüber etwa so absurd ist, wie wenn ein Bankier plötzlich damit anfinge, mit Zyankali und Polonium zu hantieren...

Das Faszinosum der wunderbaren Geldvermehrung zieht regelmässig auch eine gewisse Pseudoprominenz in den Bann. Im Falle von Werner K. Rey zogen sich die Kreise bis weit in die Schweizer Bankenwelt hinein, aber auch auf Behring fiel eine erstaunliche Anzahl von Persönlichkeiten aus Politik und Wirtschaft herein. Das Tragische daran ist, dass ihr Engagement oft als Referenz für „einfachere“ Anleger dient und dass oft erst dadurch ein Fall von gewisser Tragweite entsteht.

Keine Frage: Es gibt immer wieder Pitbulls an den Finanzmärkten, und totgebissen werden oft die Unschuldigen. Dennoch: Sind es mehr als Einzelfälle? Besteht tatsächlich eine Gefahr für Massen-Attacken? Die Zahlen sprechen das Gegenteil. Behring soll, um den letzten Fall zu nehmen, einen Schaden von vielleicht 500 Millionen Franken verursacht haben. Gemessen am Schweizer Anlagevolumen von mehr als 4'000 Milliarden Franken geht es also um rund 1/10 Promille, und wenn man annimmt, dass es bis zum nächsten grossen Fall wieder fünf Jahre geht, dann befindet man sich sozusagen im Nano-Bereich der Relevanz für den Schweizer Finanzplatz. Dasselbe gilt für die grösseren Fälle im EU-Raum. Von Systemgefährdung oder Epidemie konnte und kann nie die Rede sein.

Das Ausmass des Verschuldens der Täter hat mit dieser Feststellung nichts zu tun, und es sollen damit auch nicht die zum Teil happigen Verluste der unvorsichtigen Anleger verniedlicht werden. Aber aus Finanzskandalen, verursacht durch insgesamt eigentlich erstaunlich seltene Pitbulls, ein generelles Schutzbedürfnis für Anleger ableiten zu wollen, das über die bereits schon vorhandenen Regelmechanismen und Strafnormen hinausginge, ist unverhältnismässig. Just auf der Vermutung, dass sämtliche Anbieter in den Finanzmärkten Pitbulls seien, dass es also weder Pinscher, Pudel noch Möpfe gebe, basiert nun aber die neue EU-Richtlinie MiFID.

3. Was will MiFID?

Gemäss Artikel 19, Absätze 4 bis 6, der 44 engbedruckte Seiten umfassenden Richtlinie werden die Anbieter von Finanzdienstleistungen der sogenannten „Suitability-Doktrin“ verpflichtet. Konkret heisst das zweierlei. Einerseits muss ein Anbieter prüfen, ob und inwieweit ein Empfänger „geeignet“ sei für diese oder jene Dienstleistung oder dieses oder jenes Produkt. Er muss die Kenntnisse und Erfahrungen seines Kunden in Bezug auf die spezifische Dienstleistung und das spezifische Produkt kennen, er muss Angaben

haben über die finanzielle Tragbarkeit eines Vorhabens, und er muss die persönlichen Ziele seines Kunden (Anlagehorizont, Risikoneigung, Risikoprofil, Investmentstil) eruieren (und selbstverständlich dokumentieren; doch über das Problem der Beweislast weiter unten mehr). Falls der Finanzdienstleister diese Angaben nicht erhält oder nur in ungenügendem Umfange, muss er auf das Geschäft oder gegebenenfalls auch die ganze Beziehung verzichten. Andererseits muss der Anbieter von Finanzdienstleistungen die Risiken eines fraglichen Finanzinstruments kennen und mitteilen, die Merkmale eines Auftrages eruieren sowie die Häufigkeit solcher Geschäfte und die Auswirkungen eines Geschäfts auf das (Gesamt-)Portfolio seines Kunden kennen (und alles selbstverständlich dokumentieren; doch zur Frage der Beweislast vgl. weiter unten). Ausnahmen sind in relativ engem Rahmen gegenüber sogenannt professionellen Anlegern möglich.

In den Ausführungserlassen zu MiFID wird in extenso dargestellt, wie diese Eignungsprüfungen sowohl auf der Anleger- wie auch auf der Produktseite durchzuführen sind. Insgesamt, und das muss bei aller Skepsis ohne weiteres attestiert werden, findet sich nichts grundsätzlich Falsches darunter. Im Gegenteil – man könnte meinen, in Teilen sei das Weisungshandbuch, wie wir es als ISO-zertifizierte Vermögensverwaltungsbank seit dem Jahr 1998 verwenden, fast wörtlich in den MiFID-Text und in die Ausführungserlasse eingeflossen. So vertreten wir ja schon seit langer Zeit die Auffassung, dass die Risikokomponenten, welche in mehr oder weniger komplexen strukturierten Produkten stecken, dem Kunden gegenüber zu jedem Zeitpunkt in entflochtener Form darzustellen sind. Entsprechend gehören Vermögensaufstellungen, welche das effektive Exposure in Anlageklassen wie Festverzinslichen, Aktien, Rohstoffen und dergleichen zeigen, zu unserem Standard, und auch die dynamische Darstellung anhand von Value at Risk-Berechnungen ist Teil unseres täglichen Beratungsangebots. Dass man mit einem Kundenprofil versucht, möglichst passende Anlagen zu finden, liegt ebenfalls auf der Hand.

Oder anders gesagt: Wenn es eine Bank gibt, die nichts gegen MiFID haben müsste, weil sie sich nämlich schon lange danach verhält und ihre Systeme genau darauf ausgerichtet hat, dann wäre es unser Haus. Wir könnten also hier den Anlagekommentar beenden und wenigstens für einmal auf Fundamentalopposition verzichten und im übrigen frohe Weihnachten wünschen.

Der Grund für unsere Bedenken liegt nicht in der Machbarkeit und, wie gesagt, schon gar nicht in der Angst vor teuren Anpassungen der Banken-

software, wenn MiFID in irgendeiner Weise auch in das schweizerische Regelwerk übergeführt würde. Vielmehr glauben wir, dass mit MiFID bei weitem gravierender an den Grundfesten des freien Kapitalverkehrs und der freien Kapitalmärkte gerüttelt wird, als dies vielen bewusst ist. Die Folgen davon sind, wie zu zeigen sein wird, eine für den Anleger relevante Verschlechterung seiner Stellung im Markt sowie für den kapitalsuchenden Anbieter von Finanzinstrumenten ein messbarer Aufpreis namentlich für risikoreichere Projekte.

Zwischen den Regeln, denen sich zum Beispiel unsere Bank seit Jahren in ihrer Geschäftstätigkeit freiwillig unterzieht, und der Erhebung solcher Regeln zu allgemeingültigen Gesetzesnormen besteht insofern ein Unterschied, als im letzteren Fall ein Klagegrund resultiert, wenn die Regeln vermeintlich nicht eingehalten wurden oder nicht werden konnten. Aus einer relativen Norm des Gebots mit höchstens internen Sanktionen entsteht auf diese Art eine absolute Norm mit allen Konsequenzen, die der Gesetzgeber bezüglich Sanktionen zu bieten hat. Die Erhebung von „best practice“-Regeln zur Gesetzesnorm, wie dies MiFID stipuliert, birgt eine immense rechtspolitische Problematik: Die Regeln haben, so sinnvoll ihre Anwendung auch gerade aus unserer langjährigen Erfahrung sind, keine eindeutigen und damit gesetzesfähigen Eigenschaften. Es ist, als würde man Knigge's Anstandsregeln ins Eherecht einführen. Darauf ein Klagerecht mit allen Konsequenzen aufzubauen, würde in die Irre führen. Man würde nämlich kaum mehr zu heiraten wagen, und man müsste seine zwischenmenschlichen Bedürfnisse vermehrt offshore befriedigen.

4. „Know your Customer“ vs. Privatsphäre

Es steht ausser Frage, dass eine qualitativ einwandfreie Beratung in Finanzfragen die persönliche Situation des Kunden miteinbeziehen sollte. Denn jegliches Finanzinstrument, ob „langweilige“ Obligation, hochinteressante Aktie oder hochkomplexer Hedge Fund, hat mutmassliche spezifische Charakteristika, die entweder ins Gesamtbild passen oder eben auch nicht. Unter „Gesamtbild“ sind möglichst alle objektiv feststellbaren Elemente und alle subjektiven Befindlichkeiten zu verstehen, welche die Person des Kunden und Geschäftspartners ausmachen. In unserem ISO-Prozesshandbuch nennen wir den Vorgang, wie wir den Kunden kennenlernen wollen, mit Absicht „Anamnese“. Wir verwenden also einen Begriff aus der Medizin, und von dort her ist auch bekannt, dass jegliche Diagnose fehlgeschlagen muss, wenn bei der Anamnese schludrig vorgegangen worden ist.

Nun war es in unserem Verständnis von freier Geschäftsbeziehung aber immer so, dass es Sache des Kunden war, inwiefern er sich uns gegenüber öffnen will oder nicht. Viele Leute verfügen ja nicht über eine einzige Bankbeziehung, sondern über mehrere, und wollen aus verständlichen Gründen auch nicht unbedingt, dass die eine von den Guthaben bei der anderen Bank etwas weiss. Wenn man MiFID Art. 19 ernst nimmt, dann wird das so in Zukunft nicht mehr gehen. Jeder Dienstleister wird alles wissen müssen, denn wenn er das nicht tut, dann läuft er Gefahr, falsche Rückschlüsse über die persönlichen Verhältnisse zu ziehen und gegebenenfalls die falschen Ratschläge zu geben oder die falschen („ungeeigneten“) Produkte zu verkaufen. Schon hier zeigt sich, wie schwierig in der Praxis die gesetzeskonforme Anwendung nicht eindeutiger „Anstands“-regeln sein wird: Wie weit soll denn der Nachrichtendienst von Finanzdienstleistern gegenüber ihren Kunden gehen müssen, dass sie keine (einklagbaren) Fehler begehen? Wo hört „Know your Customer“ auf, und wo beginnt ein unerträgliches Bevormundungsregime?

Nebst dieser offensichtlichen Konkurrenz der neuen EU-Finanzmarktnorm zur Privatsphäre und zum Selbstbestimmungsrecht des Individuums liegt ein weiterer Schwachpunkt im faktischen Zwang zur Kategorisierung der Kunden durch die Banken. Eine – eigentlich ziemlich diskriminierende – Unterscheidung gibt die Norm ja bereits vor, nämlich die Unterteilung in „professionelle“ und folgerichtig dann eben auch unprofessionelle Kunden. Innerhalb dieser letzteren Kategorie werden die Banken nicht darum herumkommen, weitere Einteilungen vorzunehmen: „Retail“ als euphemistische Bezeichnung für risikounfähige Habenichtse, „risikoavers“ für Angsthasen, „risikoorientiert“ für Spekulanten und dergleichen. Nebst der bereits genannten Problematik der Diskriminierung – und dies im Zeitalter von Antirassismustrafnormen! – wird eine solche Einteilung weder der wahren ökonomischen Situation noch der subjektiven Befindlichkeit der Anleger gerecht. Vielmehr ist es doch so, dass die meisten Leute für verschiedene Teile ihres Vermögens durchaus verschiedene objektive Rahmenbedingungen als auch subjektive Empfindungen haben: Die ersten 50 Prozent, beispielsweise, kann und möchte man keinesfalls aufs Spiel setzen. Auf die nächsten 30 Prozent könnte man notfalls verzichten, aber subjektiv eigentlich lieber doch nicht, und die letzten 20 Prozent sieht man durchaus als eine Art „Spielgeld“ an. In welche Kategorie würde nun ein solcher Kunde nach MiFID-Vorstellungen gehören? Jegliche Kategorisierung ist falsch! Sogar der

Retail-Habenichts hat nämlich meistens einen Teil seines Vermögens, den er aufs Spiel setzen kann und vielleicht auch will. Weshalb sollte er nicht ein paar brandgefährliche Optionen kaufen dürfen?

Kommt dazu, dass die Kundensituation weder im objektiven Bereich noch bei der subjektiven Befindlichkeit je stabil ist, sondern sich durchaus dynamisch und manchmal sehr rasch verändert. Wer hat es zwischen 2001 und 2002 nicht erlebt, wie aus wagemutigen Grossinvestoren am „Neuen Markt“ innert kurzer Zeit zurückhaltende Liebhaber mündelsicherer (was immer das auch heisst) Papiere wurden? Und wie oft musste man als Bankier hören, die gefährlichen Dinger vom „Neuen Markt“ gar nie gewollt zu haben?

Durch die Erhebung der „best practice“-Regel zur Gesetzesnorm wird die Verantwortlichkeit zwischen Berater und Kunde letztlich verwischt. War es bisher so, dass dem Berater innerhalb der relativ weiten Bandbreite, wie sie das Gesetz mit der „grogen Fahrlässigkeit“ vorgibt, ein Spielraum zur Verfügung steht, dessen extensive Ausnutzung keinen Klagegrund bewirken kann, so wird er in Zukunft nachzuweisen haben, dass er nicht gegen eine der bedeutend engeren und nur vermeintlich eindeutigen MiFID-Regeln verstossen hat. Insofern wird sich eine sich gegen den Berater gewandte Umkehr der Beweislast im Verlustfall ergeben.

5. Problematischer Umgang mit der Wahrscheinlichkeit

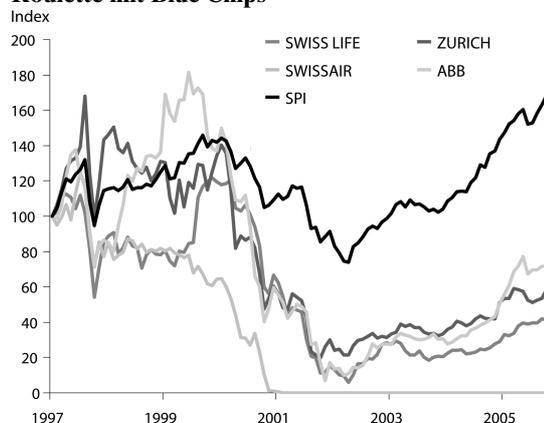
Unbestrittenermassen ist es richtig, den Kunden soweit als möglich über die Eigenschaften von Finanzprodukten ins Bild zu setzen. Nicht umsonst hat unser Bankhaus hohe Summen und noch viel mehr intellektuelle Eigenleistung in Software gesteckt, die es erlaubt, den Risikoaspekten von Portefeuilles und ihrer Bestandteile gerecht zu werden. Überschätzen sollte man die Möglichkeiten, das Risiko auf diese Weise zu steuern, aber dennoch nicht.

Denn wir beziehen die Information, welche wir zur Einteilung von Finanzinstrumenten benötigen, aus vergangenen Datenreihen, und schliessen aus diesem früheren Verhalten meistens ziemlich direkt auf die Zukunft. So nehmen wir von einer Aktie, die mit einem relativ tiefen Kurs-Gewinn-Verhältnis bei relativ tiefer Volatilität an der Börse vor sich hintuckert, an, dass sie das auch in Zukunft so ähnlich tun werde. Und bei einem High Tech-Titel, dessen Kurs bereits das zehnfache Gewinnwachstum vorweggenommen hat und den es täglich in einer Bandbreite von mehreren Prozentpunkten an den Märkten rauf- und runterschlezt, gehen wir nicht davon aus, dass er sich

über Nacht zum gemässigten Blue Chip mausert. Die Zuteilung von Finanzinstrumenten in sogenannte Risikoklassen macht zwar insofern Sinn, als normalerweise die definierten Bandbreiten nicht verlassen werden und die Zuteilung somit ziemlich stabil ist. Auf dieser Annahme basiert auch MiFID.

Das Problem liegt nur darin, dass man es eben doch lediglich mit Wahrscheinlichkeiten und nicht mit Gewissheiten zu tun hat. Das heisst, es ist nur bis zu einem gewissen Grad wahrscheinlich, dass die Zuteilung eines Finanzinstruments zu einer Risikoklasse auch künftig zutreffend sein wird, und wenn der Wechsel erfolgt, dann ist es auch bereits zu spät. Dies sei anhand von ein paar seinerzeit unbestrittenen Schweizer Blue Chip-Titeln gezeigt. Wer hätte vor 2001 die Aktien von ABB, Swiss Life und Zurich Financial Services denn nicht zu den stabilen Werten gezählt, und wer hätte nicht, wenigstens bis etwa 1999, dasselbe von Swissair gesagt? Quasi über Nacht wurde aus diesen sogenannten Qualitätstiteln veritable Hochvolatilitätsmonster, deren Kurse sich in der Zwischenzeit zwar stabilisiert haben, aber auf deutlich tieferem Niveau, im Fall von Swissair bei Null.

Roulette mit Blue Chips



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Was hätte eine damals durchaus nachvollziehbare und aus damaliger Sicht durchaus korrekte Einteilung dieser Aktien in die Blue Chip-Kategorie gebracht? Wenn falsch interpretiert: nicht nur nichts, sondern noch weniger. Die falsche Interpretation hätte dann nämlich zur irrigen Annahme einer garantierten Normalität geführt. Darin liegt auch die Gefahr der geforderten Risikokategorisierung bei MiFID: Dass man meint, in der Kategorisierung selbst liege keine Wahrscheinlichkeitsannahme, dass man sich mithin auf die „normalen“ Schwankungsbreiten innerhalb der verschiedenen Risikokategorien verlassen könne. Nichts könnte falscher, verheerender sein.

Die wahren Risiken liegen eben just nicht in den zu erwartenden Volatilitäten und ihren Konfidenzintervallen, sondern in der Überraschung, dass es dann doch anders kommt, als man es hätte erwarten können. Hand aufs Herz: Was wissen wir denn eigentlich überhaupt? Mit welcher Berechtigung gehen wir von „normalen“ Entwicklungen aus? Darf man aufgrund von statistisch gesehen insgesamt doch recht kurzen Beobachtungszeiträumen mit nicht so furchtbar vielen Datenpunkten denn tatsächlich auf „normalerweise“ zu erwartendes Verhalten schliessen? Der Mathematiker Benoit Mandelbrot weist in seinem jüngsten Buch „Fraktale und Finanzen“ (Piper-Verlag, 2005) darauf hin, dass die Häufigkeitsverteilung von Renditen mit der Gauss'schen Normalverteilung alles andere als korrekt beschrieben werden kann und vor allem: dass viel häufiger, als es erwartet werden könnte, negative und auch positive Extremereignisse stattfinden. Ausserdem scheinen sich solche Extremereignisse auch um relativ kurze Zeiträume zu ballen („Clustering“).

Eine Risikokategorisierung von Finanzinstrumenten liefert deshalb bestenfalls Anhaltspunkte darüber, was passieren könnte, aber gewiss nicht mehr, vor allem nichts Eindeutiges. Selbst im Bereich von als „risikoarm“ veranschlagten festverzinslichen Anlagen müsste man ja eigentlich vorsichtig sein mit den Aussagen. Wer sagt uns denn zum Beispiel, dass gewisse Staatsanleihen überhaupt einmal zurückbezahlt werden? Inwiefern unterscheidet sich denn das Schneeballsystem eines European Kings Clubs vom Schuldenberg eines total maroden Staats wie, sagen wir, Italien? Darin, dass Professor Prodi weniger Charisma hat als Damara Bertges?

Ein anderes Beispiel: Gemessen an der Volatilität der Kursentwicklung, das heisst dem mittels der Standardabweichung von der Durchschnittsrendite ermittelten Risiko, müssten gewisse Hedge Funds in der Risikokategorie „Festverzinsliche Anlagen“ eingestuft werden. Nun ist es ja aber ökonomisch unbestrittenermassen so, dass es keine Gratismahlzeiten gibt, oder auf die Hedge Funds umgemünzt, dass die Überrendite (falls sie überhaupt eine haben...) mit einem anderen, mit der Volatilität nicht erfassbaren Risiko bezahlt werden muss. Zum Beispiel mit dem Risiko, dass man wegen lediglich sporadischem Handel des Instruments kaum rechtzeitig aussteigen kann, wenn Gefahr droht. Wie in aller Welt sollen solche unsystematischen, kaum quantifizierbaren Risiken eingestuft werden? Welche Risikokategorie wäre adäquat?

Schliesslich zu Mandelbrot: Man muss sich ernsthaft überlegen, das Gerüst von Rendite-/ Risiko-

klassen aufgrund seiner Erkenntnisse zu überdenken und gegebenenfalls anzupassen. Dabei könnte es passieren, dass wir den von MiFID und dessen Ausführungsbestimmungen vorgegebenen Pfad, die gegenwärtige „best practice“ also, verlassen müssen. Interne Weisungen wären rasch angepasst. Gesetzgeber sind deutlich schwerfälliger. Detailbesessene Regeln behindern den Fortschritt.

6. Unterversorgung und Flucht

Es ist absehbar, wohin der durch MiFID statuierte vermeintliche Anleger-/Konsumentenschutz führen wird. Aufgrund der sachlogisch bedingten Nicht-Eindeutigkeit der Regeln werden sich erstens die Verantwortlichkeiten zwischen dem Anleger und seinem Finanzdienstleister, das heisst seinem Broker, seinem Berater oder seinem Vermögensverwalter verwischen. Wenn es an den Börsen dann wieder einmal so richtig Kursverluste hagelt, wird die Versuchung gross sein, einen Teil des Risikos auf den Finanzdienstleister zu überwälzen. Es wird sich eine diesbezügliche Gerichtspraxis einpendeln, die gegenüber dem „armen“ Anlegeropfer genauso asymmetrisch freundlich sein wird, wie es die Mietgerichte gegenüber Mietern sind. Spielraum für Asymmetrie gibt es aufgrund der Nicht-Eindeutigkeit der Regeln mehr als genug. De facto spielt MiFID den Anlegern eine Put-Option, eine Art Versicherung gegen Extremverluste, in die Hand.

Bei Lichte besehen stehen die Karten für den Anbieter von Finanzdienstleistungen sogar noch schlechter als für den Vermieter in Mietprozessen. Denn er agiert bei seinem Angebot ja immer aus der Situation von Wahrscheinlichkeiten heraus, der Kläger hingegen immer aus der Sicherheit des historisch belegbaren Geschehens und der vermeintlich feststellbaren Kausalitäten. Wer je in den letzten Jahren miterlebt hat, mit welcher überheblicher Selbstsicherheit Historikerkommissionen und Buchprüfer den Stab gebrochen haben über eine Generation, die sich vor Unsicherheiten gestellt sah, von denen die heutigen Schreibtischtäter nicht einmal träumen können, der kann ermesen, wie ungleich gegebenenfalls die Gewichte verteilt sein werden. Die Put-Option ist deshalb potentiell sehr wert-

haltig. Ist solcherlei aber umsonst zu haben? Hierin liegt der grosse Irrtum, dem der Gesetzgeber nicht nur im Bereich des Anlegerschutzes unterliegt. Selbstverständlich werden sich, und darin liegt die zweite Auswirkung, die Finanzdienstleister davor zu schützen suchen, Risiken für Extremverluste einfach tel-quel übernehmen zu müssen. Einerseits wird man mit allen möglichen und unmögli-

chen bürokratischen Massnahmen dafür sorgen, nachweisen zu können, dass man zu jedem Zeitpunkt jeglichen Sorgfaltspflichten nachgekommen ist. Man wird die Anlageprofile so oft als möglich von den Kunden unterschreiben lassen, man wird jeder Börsenabrechnung auch gleich noch den Giftschein beilegen, man wird, soweit es MiFID überhaupt zulässt, die Haftung in den allgemeinen Geschäftsbedingungen und in andern Vertragswerken wegzubedingen versuchen. Die Folge davon ist eine weitere Veradministrierung des Verhältnisses zwischen dem Anleger und seinem Finanzdienstleister und die definitive Elimination dessen, was man früher als „Vertrauen“ bezeichnet hatte. Andererseits wird man noch mehr als bis anhin danach trachten, sich für das durch den Gesetzgeber zugewiesene Risiko entschädigen zu lassen. Dadurch, dass die einzuhaltenden Regeln hochkomplex und die zur Einhaltung notwendigen Systeme und Kontrollmechanismen (Compliance Officers, Revisoren usw.) sehr teuer sind, erfolgt ein natürlicher Marktausschluss kleiner und marginaler Anbieter. Was resultiert, ist ein Anbieterkartell, das sich über erhöhte Gebühren für die auferlegten Risiken, für den zur Bewältigung notwendigen Apparat und weit darüber hinaus entschädigen lassen wird.

Die dritte Auswirkung besteht darin, dass einmal mehr eine Flucht in den unregulierten Sektor stattfinden wird. Es wird genau das passieren, was wir in anderen Bereichen bereits erlebt haben. Weshalb denn erlebten Hedge Funds in den letzten Jahren einen dermassen ausgeprägten Aufschwung? In erster Linie deshalb, weil sich offshore die Asset Manager völlig frei vom engen Korsett, wie es die hochregulierten Anlagefondsgesetze bis vor sehr kurzer Zeit vorgaben, bewegen können. Weshalb sind in den letzten Jahren Private Equity-Gesellschaften wie Pilze aus dem Boden geschossen? In erster Linie, um die immer mühsamer einzuhaltenden Übernahmeregeln von Börsen und die immer schwieriger zu interpretierenden Corporate Governance-Regeln zu umgehen. Die Gefahr, im öffentlichen Kapitalmarkt einklagbare Fehler zu begehen, die Unsummen Geld kosten könnten, ist schlicht zu hoch.

Kapital ist flüssiger als Wasser. Wenn ein unglückliches Regulierungsregime Aufpreise für überwältigte Risiken generiert und über die damit verbundene Kartellisierung der Angebotsseite eine strukturell bedingte Unterversorgung herbeiführt, dann wird innert kurzer Frist an anderem Ort und in unvorhergesehenen Gefässen das angeboten werden, was der Markt eben sucht: unverfälschtes Risiko mit einer unverfälschten Rendite.

7. Verantwortung ist nicht teilbar

MiFid ist in seinen Bestimmungen zum Anleger-schutz klar vom Gedanken des Vorsorgestaats geprägt, dessen Aufgabe man darin zu sehen glaubt, seinen Bürgern ein möglichst schmerzfreies Dasein von der Wiege bis zur Bahre zu gewährleisten. Dieser Gedanke beisst sich vollends mit den Prinzipien, die in der Ökonomie axiomatisch gelten. Wirtschaft muss entstehen, florieren, aber auch serbeln und verschwinden können. Der Schmerz, und sei es der Schmerz über das Verschwinden einer nationalen Airline, ist ebenso wesentlich wie der Erfolg. Man kann Schumpeter nicht einfach zur Seite schieben! Kreative Zerstörung tut weh, und es gibt nicht einfach ein anonymisierbares Ding „Wirtschaft“, das diesen Prozess zu ertragen hätte. Vielmehr sind es aus Fleisch und Blut bestehende Risikoträger, deren letzte Verantwortung für sich selber nicht folgenlos weggewischt werden kann.

Wirtschaftliches Entstehen und Vergehen unterliegt zudem keinen einfachen und leicht eruierbaren Kausalitäten, sondern ist bei weitem mehr geprägt von Zufall, Glück oder auch Pech. Wir wissen nur im Ausnahmefall und zuallermeist erst nach mühevoller Analyse, wieso das oder jenes genau so und nicht anders geschehen ist. Wie rasch ist man doch, im Glauben an vermeintliche Kausalzusammenhänge, zu Schuldzuweisungen bereit! Daraus besteht der ungute Stoff, aus dem die in Bälde beginnenden Swissair-Prozesse gemacht sind, und daraus besteht auch der Stoff, der zur MiFID-Norm geführt hat. Glück, Pech und Zufall sind keine Begriffe, bei denen sich Gesetzgeber und Gerichte wohl fühlen. Wie häufig wird deshalb doch Zuflucht gesucht bei Pseudo-Kausalitäten! In diesem Zusammenhang wäre übrigens wieder einmal darauf hinzuweisen, wie lächerlich jene auf vermeintliche Kausalitäten ausgerichtete Börsenberichterstattung ist, die wir uns täglich genehmigen. Wer in aller Welt soll denn wissen, dass der Dow Jones Index just wegen einem Anstieg des Erdölpreises ins Negative gerutscht sei und der Dax Index ausgerechnet wegen endlich wieder einmal positiven Meldungen von Daimler-Chrysler positiv geschlossen habe? Wir suggerieren Kausalitäten, wo es keine hat, und indem wir das tun, vermitteln wir den Eindruck der Steuerbarkeit durch bewusstes Handeln. Sehr viel richtiger und ehrlicher wäre, wenn im Reuters-Bericht jeweils stände: „Aus unbekanntem Gründen schloss der Dow Jones gestern abend auf einem um 0.5 Prozent tieferen Stand als am Vortag“, oder „Mit Glück wendete sich der Dax Index gegen Börsenschluss noch ins Positive“.

Die Kombination des Willens, eine schmerzfreie Gesellschaft schaffen zu wollen, mit der Vorstellung, in der Wirtschaft gehe es im wesentlichen um nachvollziehbare und damit auch weitgehend planbare Kausalitäten, führt zur unseligen Idee, es müsse nur die richtige gesetzgeberische Lösung gefunden werden, mit der dann nicht nur Pitbull-Unfälle à la Kings Club oder Behring verhindert, sondern auch die Folgen spekulativen Nachlaufens wie beim „Neuen Markt“ entschärft würden. Das wird so leider nicht funktionieren. Die Gesetze der Ökonomie lauten anders. Auch Mandelbrot weist darauf hin, dass Börsenblasen immer nur im nachhinein als solche erkennbar waren.

Glück, Pech, Zufall, auf erkannten Kausalitäten beruhendes Können oder Versagen, unternehmerische Leistung: Das alles miteinander gehört zum Paket, das Finanzdienstleister zu vermitteln haben. Es heisst Rendite und Risiko und bedingt sich gegenseitig. Wer versucht, die Verantwortung des Eigentümers für das von ihm zu tragende Risiko zu vermindern, der nimmt ihm gleichzeitig auch Rendite weg. Das Gurtenobligatorium macht (vielleicht!) im Automobilverkehr Sinn, wobei der ultimative Schutz für Autofahrer vor sich selber natürlich darin bestünde, ihnen das Autofahren zu verbieten. Der Versuch, den Risikoträger in der Wirtschaft von einem Teil seiner Risiken zu entlasten, ist demgegenüber eine klare *contradictio in adiecto*, ein Widerspruch in sich selbst. Eine Rechtsordnung kann, ja muss sowohl den Anleger/Konsumenten als auch den Finanzdienstleister/Anbieter vor allem Möglichen schützen: vor Betrug, vor Übervorteilung, vor Diebstahl, vor Konfiskation – nur eines darf sie nicht: den Risikoträger vor sich selber schützen, denn Risiko zu tragen ist ja just seine Absicht und seine volkswirtschaftliche Aufgabe! So gut auch die Absichten gewesen sein mögen, die hinter MiFID standen: Gut gemeint ist selten gut. Wer einen erfolgreichen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen schaffen wollte, und das gehört ja zum *ceterum censeo* geäusserten Bekenntnis der europäischen Behörden, der müsste dem Wettbewerb und seiner immens wohlstandsfördernden Effizienz mehr trauen.

8. „Nachwort“ für den Finanzplatz Schweiz

Als Nichtmitglied der EU steht es der Schweiz grundsätzlich frei, ob oder allenfalls inwieweit sie sich den gesetzgeberischen Vorstellungen von MiFID anpassen will. Zum Studium dieser Frage

wurde vor kurzem eine Arbeitsgruppe mit Vertretern aus dem Finanzdepartement, der Eidgenössischen Bankenkommission, der Schweizerischen Bankiervereinigung, der Schweizer Börse SWX und dem Anlagefondsverband gebildet. Dieser Umzug lässt a priori eher Ungutes erwarten. Wer von den genannten Instanzen wäre denn wirklich an der Beibehaltung oder gar der Vereinfachung der bestehenden Rechtslage interessiert? Das Bundesamt für Hundehaltung (BaHuHa) existiert in Form der mächtigen Bankenkommission ja schon, die Hundehaltervereinigung ebenso. Und im Hintergrund reiben sich selbstverständlich die Revisionsgesellschaften bereits die Hände, denn die Kontrolle der Kundenprofile und der Einteilung der Produkte in die „richtigen“ Risikoklassen wird ja eine erneute Ausweitung der ohnehin schon überschweren Mandate erlauben. Einzig die Schweizer Börse könnte, wenn sie ihre strategischen Hausaufgaben richtig gemacht hat, an einer gegenüber dem Rest von Europa kapitalmarktfreundlicheren (und damit letztlich ja auch anlegerfreundlicheren) Lösung interessiert sein.

Wenn die Schweiz und ihr Finanzplatz weiterhin und mit zunehmendem Erfolg eine globale Plattform sein wollen, dann müssen sie sich um ihre möglichen Wettbewerbsvorteile kümmern und unter anderem die schwindende Bedeutung des Bankgeheimnisses zu kompensieren versuchen. Das könnte, beispielsweise, dadurch geschehen, dass man nicht jeden vom Gedankengut sozialmarktwirtschaftlicher Vorsorgementalität geprägten regulatorischen Irrweg mitmacht. Auf diesem Gebiet besteht mit Sicherheit keinerlei Harmonisierungsbedarf, im Gegenteil: Es wäre durchaus attraktiv, wenn die Anleger künftig zwischen der vermeintlich anlegerfreundlichen MiFID-Welt und einer deutlich kapitalmarktfreundlicheren Schweizer Lösung wählen könnten. Mal sehen, wo das globale Geld eher hinfließt. Für einmal gilt es, das sonst kaum stillbare Harmoniebedürfnis gegenüber dem Kontinent beiseite zu legen und stattdessen die globale Wettbewerbsfähigkeit zum Benchmark zu erheben.

KH, 11.12.2006