

**DER SCHWEIZERISCHE FINANZPLATZ VOR  
DEN HERAUSFORDERUNGEN DER 90ER JAHRE**

**Dr. Rolf w. Banz**  
**Managing Director, Dimensional Asset Management Ltd.**  
**Visiting Senior Lecturer, London Business School**

**Zusammenfassung**

**Einführung**

Die Schweiz hat seit dem zweiten Weltkrieg einen beneidenswerten Erfolg als Finanzplatz und Exporteur von finanziellen Dienstleistungen erlebt. Die Frage, welche hier zur Diskussion steht, ist ob die Schweiz angesichts des Wandels in der näheren und weiteren Umwelt ihre Wettbewerbsposition erhalten kann.

Unter den Entwicklungen, die in diesem Zusammenhang relevant sind, wären besonders zu erwähnen: die Harmonisierung der Finanzmärkte der EG, die oft beschworene "Globalisierung" der Aktienmärkte, die Popularität von synthetischen Wertschriften und die zunehmende Tendenz der institutionellen Anleger - im Ausland wie in der Schweiz - Auslandaktien ernsthaft als langfristige Kapitalanlage in Betracht zu ziehen.

Dieses Referat behandelt eine Auswahl von Aspekten des schweizerischen Finanzplatzes, die im internationalen Wettbewerb relevant sind. Dazu gehören die Attraktivität der Anlage in der Schweiz, die Qualität des Portfolio-Managements der schweizerischen Institutionen und die Möglichkeiten, die die Schweiz als Börsenhandelsplatz bietet. Die ausländische Konkurrenz in allen drei Bereichen ist stark und wachsend. Alle drei Bereiche stehen im Umbruch und traditionelle Wettbewerbsvorteile könnten ihre Relevanz verlieren, während neue Faktoren erfolgsbestimmend werden.

Während gewisse quantitative Faktoren, die die relative Stärke von Finanzmärkten und -zentren bestimmen, relativ einfach zu analysieren sind, gibt es andere, die mehr qualitativer Art sind

und wesentlich schwieriger zu quantifizieren sind. Meine weiteren Ausführungen werden sich vor allem auf jene qualitativen Faktoren konzentrieren.

### **Kapitalanlage in der Schweiz**

Es mag unwichtig scheinen, ob schweizerische Wertschriften von Ausländern als attraktiv betrachtet werden oder nicht. Die Schweiz ist ein wichtiger Kapitalexporteur und scheinbar nicht auf ausländische Anleger angewiesen. Doch ist zu berücksichtigen, dass ein Finanzplatz ohne einen attraktiven lokalen Markt kaum wettbewerbsfähig ist.

Vom Standpunkt eines ausländischen Anlegers gesehen, sind Schweizeraktien "exotische" Wertschriften, die mit einem beträchtlichem Risiko behaftet sind. Die Informationspolitik vieler Schweizer Firmen macht eine ernsthafte Analyse schwierig oder unmöglich. Schwierigkeiten werden oft sehr spät (wenn nicht gar zu spät) an die Öffentlichkeit gebracht. Im weiteren machen es die weitreichenden Verbindungen zwischen Industrie und Banken schwierig, die wenig aussagekräftigen Resultate von Finanzanalysen in sinnvoller Weise zu interpretieren. Die Unsicherheit über die Zukunft der Vinkulierung trägt das ihre bei zur Verunsicherung der ausländischen Anleger.

Diese Vinkulierungspolitik macht jede Form der Einflussnahme eines ausländischen Anlegers auf die Geschäftspolitik unmöglich. Die theoretischen Vorteile der Vinkulierung - die Möglichkeit der Konzentration der Geschäftsleitung auf die Optimierung der langfristigen Unternehmensstrategie - sind wohlbekannt. Die Exzesse der unfreundlichen Unternehmensübernahmen in den USA dienen als oft zitiertes abschreckendes Vorbild einer Situation, die man in der Schweiz glücklicherweise nicht kennt. Doch gibt es sehr wohl auch andere Aspekte zu beachten. Nicht jede Geschäftsleitung verdient es, ungestört über Jahre am Ruder zu bleiben. Es gibt auch in der Schweiz Beispiele, wo Firmen von einer unantastbaren Geschäftsleitung

über Jahre hinweg denkbar schlecht geführt wurden mit recht unangenehmen Konsequenzen für aussenstehende Aktionäre, das Personal und die Region.

Um derartige Konsequenzen zu vermeiden, braucht es Mechanismen, die dafür sorgen, dass das Management einer Unternehmung die Interessen der Aktionäre wahrnimmt und die gegebenenfalls für Abhilfe sorgen können. Der Schweiz mangeln diese Mechanismen, was wohl zum gesunden Schlaf der Manager, nicht aber unbedingt zur Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen beiträgt.

Das grundsätzliche Problem besteht in der schweizerischen Interpretation der Rolle des Aktionärs. Während im angelsächsischen Bereich der Aktionär (mindestens theoretisch) als Eigentümer mit allen Rechten und Privilegien betrachtet wird, erscheint er in der Schweiz im Kollektiv in der Generalversammlung als eines der "Organe" der AG. Das im wesentlichen unangestrittene Primat der Verwaltung reduziert den Aktionär zu einem Statisten, dessen Geld zwar willkommen ist, der dann aber im übrigen weitgehend ignoriert wird und dessen Bedürfnis für sinnvolle Information oft als ungerechtfertigt zurückgewiesen wird. Diese Situation wird ausserhalb der Schweiz wenig verstanden. Sie mag ursprünglich durchaus vernünftig gewesen sein, als im Zeitalter der Familien-AG Mehrheitsaktionäre und Verwaltung weitgehend identisch waren. Im Zeitalter der modernen multinationalen Unternehmung ist sie ein Anachronismus, der nicht nur für Ausländer, sondern auch für schweizerische Anleger die Anlage in Aktien weniger attraktiv macht und in gewissen Fällen zu unglücklichen Resultaten geführt hat und wohl auch weiter führen wird.

Gerade angelsächsische Pensionskassen sind bezüglich der "Aktionärsdemokratie" aus juristischen Gründen sehr empfindlich und es gibt Fälle, wo Kassen fanden, dass Schweizeraktien nicht in ihr Portefeuille passen wegen der mangelnden Information und des mangelnden Mitspracherechtes. Dieses Beispiel konnte Schule machen.

## **Portfolio-Management als Dienstleistung**

Die Schweizer Banken sind sehr erfolgreich im Portfolio-Management für ausländische Privatkunden tätig. Sie besitzen einen ausgezeichneten Ruf und ihr Stil des "Private Banking" ist in den letzten Jahren viel kopiert worden. Sie sind wesentlich weniger erfolgreich im Bereiche der ausländischen institutionellen Kundschaft.

Es ist sehr wahrscheinlich, dass das institutionelle Geschäft weltweit wichtiger werden wird auf Kosten des Privatgeschäftes. Dies ist vor allem auf die zunehmende Wichtigkeit in manchen Ländern des "unfreiwilligen Sparens" durch Pensionskassen zurückzuführen, das die private Altersvorsorge zu einem gewissen Grade ersetzt.

Die Faktoren, die zum Erfolg im institutionellen Geschäft führen, sind nicht die gleichen wie im Privatgeschäft. Zur Definition von "first class quality" im Privatgeschäft gehört der persönliche Service, eine den spezifischen Bedürfnissen angepasste Anlagestrategie ebenso wie das Prestige der Institution ganz allgemein; eine formelle Analyse der Performance jedoch weniger. Im institutionellen Geschäft verblasst das Prestige schnell, wenn die regelmässigen Performance-Statistiken keine überzeugenden Resultate zeigen.

Die Schweizer Banken haben traditionell den Ruf gehabt, ausgezeichnete Resultate für Anleger, die vor allem an der Substanzbewahrung interessiert sind, zu erarbeiten. Sie haben sich deshalb vor allem im Management von Festzins-Papieren einen guten Namen gemacht. Die meisten ausländischen Institutionen setzen aber ihren Anlageschwerpunkt im Aktienbereich, wo die Schweizer Banken keinen besonderen Ruf geniessen. Man sagt, dass die Schweizer dem Temperament nach Aktien nicht nach ihrem Geschmack fänden. Sie spielen deshalb, z.B., im wohl lukrativsten und vielleicht prestigeträchtigsten Markt, demjenigen für amerikanische Pensionskassengelder, im Gegensatz zur ausländischen Konkurrenz eine sehr untergeordnete Rolle.

Die Tatsache, dass die Schweizer Banken Universalbanken sind, wird in der Schweiz oft als grosser Vorteil angesehen, da dies zu einer sehr kompletten Produktpalette führt. Die mehr spezialisierte ausländische Konkurrenz weist jedoch oft darauf hin, dass der Anlagekunde der Universalbank gewissen Problemen ausgesetzt ist. Es mag, z.B., sehr wohl sein, dass die Bank, die ihrem Kunden eine Aktie einer gewissen Unternehmung kauft, diese selbst an der Börse gekauft oder aber ihm aus eigenen Beständen verkauft hat. Gleichzeitig mag die kommerzielle Seite der Bank der Unternehmung kurzfristige Kredite gewähren, mag die Bank das Syndikat für die Obligationenanleihen der Unternehmung führen, ein wichtiges Paket der Aktien in ihren eigenen Beständen und in Anlagefonds, die sie führt, haben, und schliesslich mag sie einen ihrer Generaldirektoren im Verwaltungsrat der Unternehmung sitzen haben. Während niemand behauptet, dass die Banken ihre Stellung missbrauchen, kann man sich doch fragen, wer denn im Krisenfall den ersten Telephonanruf bekäme.

"Chinesische Mauern" sind nur glaubwürdig, wenn sie von einer unabhängigen Kommission überwacht werden, die im Übertretungsfalle energisch eingreifen würde. Während die vielzitierte symbiotische Zusammenarbeit zwischen Privatwirtschaft, Verwaltung, Parlament, usw. zum gemeinsamen Wohl der Nation ihre unbestrittenen Vorteile hat, macht sie eine strenge Kontrolle der lokalen Usancen im Auge der Aussenstehenden nicht einfacher und auch nicht wahrscheinlicher.

Da die Mitglieder der EG ihre Regeln harmonisieren und damit wohl den Anleger wohl in den meisten Ländern besser schützen werden, wird sich auch für die Schweiz die Frage stellen, welche Massnahmen einen glaubhaften Schutz für Anleger erlauben ohne zu unnötigen administrativen Komplikationen zu führen.

### **Die Schweiz als Börsenhandelsplatz**

Die Schweizer Börsen haben seit Jahren einen wesentlichen Teil ihres Umsatzes im Handel mit ausländischen Wertpapieren

getätigt. In den letzten Jahren sind ihnen auf diesem Gebiet eine starke Konkurrenz auf anderen europäischen Börsenplätzen erwachsen. Es wird allgemein erwartet, dass London seine führende Position in Europa in den kommenden Jahren weiter ausbauen können. Die anderen EG-Börsenplätze sind sich bewusst, dass ihre Position im Handel der führenden Lokalwerte gefährdet ist. Sie versuchen deshalb, ihrerseits ausländische Wertpapiere an einer Kotierung zu interessieren, um dem internationalen Anleger den Handel in den führenden Werten aller wichtigeren Länder zu ermöglichen. Unter den Massnahmen, die ergriffen werden, um die Börsen dem Anleger attraktiver zu machen, sind der ganztägige Handel zur Verbesserung der Liquidität, oft mit einem neuen System des Bildschirmhandels kombiniert, raschere und bessere Preis- und Volumeninformationen und der Handel in Optionen und Futures, was ein einfaches Risiko-Management erlaubt.

Die Schweiz hat in dieser Hinsicht, nebst ihrer Tradition und Erfahrung, durchaus gewichtige Vorteile gegenüber ihren Konkurrenten. Sie hat wenig Probleme mit der Abwicklung der Geschäfte und hat mit Telekurs ein Informationssystem, das seinesgleichen sucht.

Andererseits hat die Schweiz zu viele Börsen. Die typisch schweizerische Lösung von regionalen Börsen reduziert die Liquidität und die Transparenz des Marktes. Eine bloss engere Zusammenarbeit wird kaum ausreichend sein, um im Konkurrenzkampf gegen grössere Märkte zu bestehen. Ein zentraler Markt mit offiziellen oder offiziösen "market makers", die bereit sind, ihr eigenes Kapital einzusetzen, gäbe der Schweiz eine bessere Chance ihre Position als internationaler Börsenhandelsplatz zu erhalten.

Es ist selbstverständlich, dass eine realistische Courtagen- und Gebührenstruktur gefunden werden muss, die einerseits kostendeckend, andererseits aber attraktiv für den ausländischen Anleger ist. Es müsste auch eine Lösung für die Stempelsteuer und ähnliche Abgaben gefunden werden.

### **Schlussbemerkungen**

Das Hauptproblem für den zukünftigen Erfolg des Finanzplatzes Schweiz besteht nicht so sehr in der Entwicklung im Ausland, sondern im Mangel an Fortschritt in der Schweiz selbst. Strukturen und Modelle, die in der Vergangenheit gute Dienste geleistet haben, werden weiter verfolgt, obwohl sie in der radikal veränderten Welt von heute zum Hemmschuh geworden sind. Die schweizerische Tendenz, sich als "Sonderfall" zu sehen, für den andere Regeln gelten (und höhere Preise), ist nicht mehr gerechtfertigt. Unsere Konkurrenz hat in verschiedener Hinsicht mit uns gleichgezogen oder hat sogar wichtige Vorteile. Die ausländischen Anleger kümmern sich kaum um unsere historischen Erklärungen für überholte restriktive Praktiken. Sie werden in Zukunft mehr und mehr an der Dienstleistung selbst - ihren Kosten und Nutzen - und weniger am Prestige des Erbringers der Dienstleistung interessiert sein.

Teillösungen werden kaum zum Erfolg führen. Die Erfahrung in London zeigt, dass u.a. der offene Binnenmarkt, das attraktive und liquide Handelssystem und das professionelle Portfolio Management von hoher Qualität alle dazu beitragen, dass London's Zukunftsaussichten sehr hoch eingeschätzt werden können.

Es wird sich zeigen müssen, ob die interessierten Kreise in der Schweiz den kollektiven Willen besitzen, die notwendigen Anpassungen vorzunehmen. Während die hier aufgezeigten Mängel im schweizerischen System kaum als katastrophal bezeichnet werden können, dürften sie es wesentlich schwieriger machen, der Zukunft mit Zuversicht zu begegnen.