

«Regulierung zu Lasten der Anlegerinnen und Anleger»

Eine vollständige Interviewversion, stark gekürzt erschienen im [10x10.ch / 17.11.2012 / 7.](#)
Jahrgang - the etf & etp newsletter

http://www.10x10.ch/10x10/index_d.asp

1) Regulierungen sind seit dem Ausbruch der Finanzkrise das grosse Thema. Was ist seither passiert?

Man muss verstehen, dass Regulierungen stets Massnahmen der Politik sind, um auf ein allfälliges Fehlverhalten zu reagieren. Auf die [Vorkommen](#) bei Enron und Worldcom ist mit dem Sarbanes-Oxley Act reagiert worden, was im Kern kaum [Verbesserungen](#) mit sich gebracht hat. Auch wenn nur ein Prozent der Marktteilnehmer Mist gebaut hat, so wird danach 100 Prozent dafür bestraft. Den meisten Vorhaben liegt keine vertiefte Ursachenanalyse zugrunde; diese könnte allenfalls irritieren... So kommt es auch vor, dass die Finma ihr Vorgehen in der Krise und früher in der [Aufsicht der UBS durch die EBK](#) selbst, d.h. vom eigenen leitenden Personal, untersuchen lässt. Oder die [Bank of England](#), die erst vor wenigen Tagen den Bericht zum Verhalten in der Krise veröffentlicht hat: mehr als vier Jahre nach Ausbruch der Krise. Immerhin waren diese von unabhängiger Seite verfasst worden.

Nach jeder Krise eröffnet sich ein [Zeitfenster für Regulierung](#), das sich danach langsam wieder schliesst. Der Zustand danach verbessert sich in der Regel nicht wesentlich, ausser dass danach auch noch hohe Regulierungskosten zu tragen sind. Dazu gibt es Dutzende von Beispielen. Eines sind die Regulierungen aus Basel III, welche die Finanzmarktstabilität nicht werden erhöhen können. Eine umfassende [Studie](#) von meinem Forschungskollegen Roger Rissi hat ergeben, dass weniger Regulierung zu einer höheren Finanzmarktstabilität führen würde. Doch der Regulator erstellt Regeln, beaufsichtigt diese und selbst wenn es zur erneuten Krise kommt, fragt niemand die [zentrale Frage](#): **Wer reguliert den Regulator?**

2) Wie sieht es für die ETF-Branche aus?

Die Banken haben in den vergangenen Jahren zahlreiche Spezialprodukte kreiert, um Gelder anzuziehen. Und so war es auch hier. Die operative Umsetzung ist allerdings sehr anspruchsvoll. Wenn Sie beispielsweise einen Gold-ETF mit „Papiergold“ haben und bei einem Finanzplatz-Audit feststellen, dass noch andere Gold-ETFs den Anspruch auf Goldbarren mit derselben Nummer erheben, dann stimmt doch etwas nicht. Bei der Zürcher Kantonalbank liess ich einmal jeden einzelnen Barren zählen und wägen; nach Wochen kam die Bestätigung: perfekt. In [London](#) herrscht dagegen eine unglaubliche Vielfalt von Handarbeit in der Behandlung von modernen Kapitalmarktinstrumenten und deren Schnittstellen in Depots. Ich würde nie in ein Flugzeug steigen, das so gebaut wäre wie die Handels-, Settlement- und Risikoüberwachungssysteme der Investment Banken, die alle vom Regulator abgesegnet worden sind. Kommt dazu, dass ich noch nie eine überzeugende Kostenträgerrechnung im Banking gesehen habe. Unter Vollkosten sind viele ETFs nicht rentabel. Früher oder später lässt sich das nicht mehr verstecken, weshalb ich davon ausgehe, dass eine Marktberreinigung stattfinden wird. Das ist der bessere Weg, als die Branche weiter zu regulieren.

3) Vor welchen Herausforderungen steht die Branche?

Es werden durch Kostentransparenz unter anderem die Preise von ETFs steigen müssen. In Zukunft werden sie auf der Gebührenebene nicht mehr wesentlich unterscheidbar sein von günstigen aktiv gemanagten Fonds. Heute weist ein Schweizer Immobilien-ETF vielleicht eine oberflächlich betrachtet günstige TER von 0,5 % aus ([Beispiel](#)). Die grössten Investoren in ETF sind Pensionskassen. Diese müssen mit dem Eintreten neuer [Transparenzvorschriften](#) der [OAK Berufliche Vorsorge](#) ab 1. Januar 2013 die Gesamtkosten ausweisen, d.h. auch jene der darunterliegenden Immobilienfonds und Immobilienaktien. Pensionskassenmanager werden dann sehen, dass der passive Immobilien-ETF plötzlich vielleicht 1,6 % kostet, nur geringfügig weniger als der aktiv gemanagte Dachfonds. Solche Massnahmen, die zu einer Steigerung der Markttransparenz beitragen, heisse ich durchaus gut. Nur so können Entscheide nach ökonomischen Grundlagen getroffen werden. Bei der Finma hingegen schafft manche Regulierung nur Verwirrung und zementiert neuartige Wettbewerbsverzerrungen, beispielsweise in der [Unterlegung von Eigenmitteln](#) für das Hypothekarkreditgeschäft.

4) Bevor wir nochmals zur Finma kommen, welche Änderungen stehen dem Markt noch bevor?

Hauptsächlich das **Finanzdienstleistungsgesetz**. Ich erwarte jedoch dessen Inkrafttreten erst für 2017 oder 2018, denn die Mühlen in Bern mahlen gemächlich und es dürfte in der zuständigen Departementsleitung in dieser Phase auch noch einen personellen Wechsel geben. Das Ziel ist es, sowohl den Kundenschutz zu verbessern wie auch die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes zu stärken. Es gilt, regulierte wie auch geringfügig oder bislang unregulierte Finanzmarktteilnehmer in einem Gesetz nach neuen Grundsätzen zu beaufsichtigen. Ich würde mir wünschen, dass es zu einer parallelen Verbesserung der straf- und zivilrechtlichen Komponenten kommt. Der Einzelne muss wissen, wer wofür verantwortlich und haftbar ist. In der Automobilbranche wird nicht jedes Teil und Ersatzteil reguliert, aber wenn man sich einen Fehler geleistet hat und diesen nicht mittels einer unter Umständen globalen Rücknahmeaktion korrigieren würde, hätte man potenzielle Milliardenklagen am Hals. Compliance ist nicht teuer, oder versuchen sie mal das [Risiko von Non-Compliance](#) in einer Branche zu tragen, in der für Fehler persönlich gehaftet werden muss.

5) Wie sieht die Lage in Europa aus?

In Europa gibt es Bestrebungen, die [Bankenaufsicht](#) und Versicherungsaufsicht zu zentralisieren. Das bedeutet, es soll eine supranationale Regulierung geben wird, jedoch spezifisch für die einzelnen Branchen. Die Schweiz hingegen wird zu einer Regulierungsinsel, die auch noch ziemlich teuer ist. Bewusst vermeidet es die Finma, im eigenen [Effizienzbericht](#) über die ihre horrenden Kostenentwicklung der vergangenen Jahre zu berichten, z.B. über die Kosten pro beaufsichtigte Bank (z.B. in der Risikoklasse 2) oder die Gebühren pro Bewilligung (Fonds usw.).

Der bisherige Spezialzug der Schweizer Regulierung wirkt nicht wettbewerbsfördernd. Die Fondsindustrie ist unter anderem nach Luxemburg abgewandert, weil dort eine effizientere, praxisnähere und marktorientiertere Aufsicht vorhanden ist: harter, klarer und vor allem rascher und pragmatischer. Der hiesige Finanzplatz [leidet](#) unter einer [dienstleistungsfeindlichen](#) Behörde, welche einen konstruktiven, lösungsorientierten Austausch mit allen Marktteilnehmern, nicht nur den Grossbanken, weder sucht und noch pflegt. Es ist nicht Sache der Finma, durch restriktivere und kaum nachvollziehbaren Praxisauslegungen von

Regulatorien Struktur- und Standortpolitik zu Ungunsten des Finanzplatzes Schweiz zu betreiben.

6) Wie ist die Rolle der Finma?

Die Finma ist seit 2008 durch die Rettung der UBS „stark“ geworden. Sie spielte aber eine undurchsichtige Rolle zuvor in der Gutheissung aller UBS-Risikomodelle, und ist auch nicht der entscheidende Regulator gewesen, um die Krise zu bewältigen. Wir müssen der Nationalbank dankbar sein, dass sie sich schon frühzeitig mit Bedrohungsszenarien auseinandergesetzt hat. Generell haben weltweit die Zentralbanken eine grössere Tradition auch der [Pflege der Forschung](#); sie verfügen über ein grösseres Know-How als eine nationale Aufsichtsbehörde, ist besser vernetzt, glaubwürdiger und deshalb oftmals auch, wirkungsvoller und [durchsetzungsfähiger](#). Das hat sich auch bei der jüngsten Rekapitalisierung der Credit Suisse gezeigt. Entscheidend war der Mahnfinger der SNB. Ich bin glücklich, dass der Verwaltungsratspräsident der UBS ein ehemaliger [Bundesbank-Vorsitzender](#) ist. Hätte er stattdessen früher bei der deutschen Bafin gearbeitet, wäre das deutlich weniger vertrauenserweckend gewesen. Das Regulierungsfenster für die Finma schliesst sich. Bei der KAG-Revision hat sich das schon eindrucksvoll gezeigt. Beim neuen Finanzdienstleistungsgesetz wird die Finma sicher mitwirken müssen, aber entscheidend in der Führung ist mittlerweile der das Finanzdepartement und dessen [Rechtsdienst](#). Was ich durchaus befürworte, denn dort sind die Interessenkonflikte geringer.

7) Ziel der Finma ist der Schutz des Anlegers. Kann sie diesen wirklich sicherstellen?

Der [Kundenschutz](#) ist mir sehr wichtig, aber dieser muss einen positiven Nutzen erzeugen und nicht nur Mehrkosten zu Lasten des Anlegers generieren. Aus einem empathischen abgerundeten Beratungsgespräch eine bevormundende Erfüllungserörterungs-Checkliste im Stundenlohn abzuarbeiten, kann doch nicht das Ziel sein. Das Umfeld der Anlageberatung wird gewiss anspruchsvoller werden. So sind beispielsweise die Zinsen auf einem Tiefstniveau und die Inflationsgefahren haben zugenommen. Wird das Unterlassen der Aufklärung des Sparerers, dass ihm ein nominaler respektive realer Wertverlust droht, bestraft? Was ist heute und morgen „risikolos“, das zinslose Risiko, AAA-Anleihen zu besitzen? Nun hat die Finma das [Ziel](#), die Anlageberatung unter anderem durch aufwändige Verhaltensregeln und vertiefte Produktdokumentationen zu verbessern. Doch die regulatorische Aufklärung der Kleinanleger, die erheblichem Wertverlustpotenzial ausgesetzt sind, wird derart teuer sein, dass es manchen Banken zu kostspielig werden dürfte. Wer sich keine teure Honorarberatung leisten kann, wird keine Dienstleistungen mehr erhalten. Doch gerade auch „kleinere“ Kunden mit Vermögen unter 200 000 Franken sollten Zugang zu einer guten und günstigen Anlageberatung haben. Der Grossteil der Bankkundschaft soll einen Regulierungsnutzen erfahren und nicht ausgeschlossen werden.

Beim Bund gibt es im SECO eine Einheit, welche die [Regulierungsfolgen](#) für die Unternehmen gewissermassen als Verträglichkeitstest abschätzt. Diesen Dienst bei der Finma in Anspruch zu nehmen, wäre spannend, denn das hiesse, insbesondere folgende fünf Punkte transparent zu erörtern:

1. Notwendigkeit und Möglichkeit staatlichen Handelns
2. Auswirkungen auf die einzelnen gesellschaftlichen Gruppen
3. Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft

4. Alternative Regelungen
5. Zweckmässigkeit im Vollzug.

8) Zurück zum Anlegerschutz: Das bedeutet, die Kunden bleiben auf der Strecke?

Ja, diese Gefahr besteht, denn ihre Bereitschaft, für eine professionelle Beratung zu bezahlen, ist gering. Obschon gerade sie am stärksten von Entwicklungen wie beispielsweise dem drohenden Realwertverlust zahlreicher Anlagebereiche betroffen sein dürften. Bislang hat die Finma unter Kundenschutz Kernthemen wie die strategische Asset Allokation und die Festlegung, worin das Anlagerisiko wirklich besteht, ausgeklammert. Der Regulator muss sich mit seinen Vorstellungen nochmals erläutern; bislang schien mir das nicht umfassend oder konkret genug. Ansonsten geht die Regulierung deutlich zu Lasten und nicht zu Gunsten der Anleger. Es besteht zudem die Gefahr, dass eine Vielzahl von attraktiven Produkten dem Publikumsanleger gar nicht mehr zur Verfügung stehen, sondern nur noch von [qualifizierten Anlegern](#) bezogen werden können, deren Qualifikation aber derzeit nicht auf fachlichen, sondern nur auf finanziellen Kriterien beruht.

9) Wie kann man sich in der heutigen Informationsflut noch zurechtfinden?

Labor- und praxisgestützt zeigt sich, dass mit einer Informationsflut keine besseren Entscheidungen einhergehen. Man kann einen Anleger auch mit hochtransparenten Pflichtinformationen überladen. Ein Beispiel dafür ist die Entwicklung bei den Prospekten von beispielsweise Anleihssemissionen. Oder auch überbordende Kennzahlen und Daten auf den Factsheets der jeweiligen Produkte. Das geringe Verständnis der zentralen Punkte, die in der Flut untergehen, führt oft zu einer schlechten Entscheidung. Eine Beratung ist somit empfehlenswert. Ich denke, am besten wäre eine Bündelung des Leistungsangebots: in einem Vermögensverwaltungsmandat. Der Anleger benötigt eine Grundsatzberatung, aber ihm sollte nicht jede damit verbundene Detailinformation aus sogenannten Corporate Actions, die 2 % seiner Portfoliopositionen betreffen, zugemutet werden. Mit solchen Unsinnigkeiten aber soll die Beratungszeit inskünftig aufgefüllt werden.

10) Was bleibt, ist ein verunsicherter und überforderter Anleger. Was kann dagegen getan werden?

Der mündige Kunde braucht einen einfachen Beratungsprozess mit Hilfe eines Leistungspakets, der zum Schluss in einer Anlageentscheidung mündet. Und für diesen sollte bezahlt werden. In diesem Paket sollte der Kunde auch über alle Kosten informiert werden. Jedoch nicht zwingend auf Ebene jedes einzelnen Produktes. Wir erleben heute in Grossbritannien, wo [eine entsprechende Regulierung](#) schon eingeführt wurde, dass einige Banken aufgehört haben, eine Wertpapierberatung oder eine Finanzplanung für kleinere Vermögen durchzuführen. Ist das wirklich, was wir in der Schweiz übernehmen wollen?

Maurice Pedergnana (48), Prof. Dr. oec., Studienleiter des berufsbegleitenden Nachdiplomstudiums [MAS Bank Management](#) an der Hochschule Luzern – Wirtschaft und Chefökonom der [Zugerberg Finanz AG](#) sowie von 1999 bis 2011 im Bankrat der Zürcher Kantonalbank, ab 2003 als Leiter des Audit Committee.