



## **Hie ein Lob und da ein Tadel – aus dem Jahrbuch der EBK** Zu den Finanzmarkturbulenzen und dem Finanzmarktenforcement

Dr. Eugen Haltiner  
Präsident der Eidg. Bankenkommission

### **Zürcher Volkswirtschaftliche Gesellschaft**

10. Dezember 2007

#### **Zusammenfassung**

Die vom US Hypothekenmarkt ausgehenden Finanzmarkturbulenzen wirken sich auch auf Schweizer Banken aus. Sie führten zu massiven Wertkorrekturen bei einer Grossbank, welche deren Solvenz aber nicht gefährden. Erste Lehren sind für die Bankenaufsicht insbesondere bei der Transparenz und Bewertung komplexer Finanzinstrumente, den Anforderungen an das Stresstesting und bei den Anreizsystemen zu ziehen.

Das `Finanzmarktenforcement`, die zwangsweise Durchsetzung des Aufsichtsrechts, ist eine wichtige Aufgabe der EBK als Aufsichtsbehörde über die Banken und Teile des Finanzmarktes. Sie hat ihre Strategie dazu neu formuliert. In der Schweiz besteht ein gesetzliches Defizit in der Marktaufsicht. Der Bundesrat hat auf Ersuchen der EBK eine Expertenkommission eingesetzt, welche die gesetzlichen Instrumente der Marktaufsicht und ihr Zusammenspiel mit den Strafbehörden bei Börsendelikten verbessern soll.

#### **Summary**

The turbulence on the US mortgage market has also affected Swiss banks, with one major bank having to take huge write-downs, though the solvency of this bank is not in danger. The first lessons that banking supervision can draw from this problem regard the transparency and valuation of complex financial instruments, the requirements for stress testing and incentive schemes.

Financial market enforcement – the compulsory implementation of supervisory laws – is an important task of the SFBC in its capacity as supervisory authority for banks and for a portion of the financial market. The SFBC has now revised its strategy on enforcement. Switzerland needs to upgrade and expand its legal framework for market supervision. At the request of the SFBC, the Federal Council set up an expert commission whose goal is to improve the legal instruments available for market supervision and to strengthen cooperation with the criminal prosecution authorities in cases of criminal activity relating to the stock market.



## Einleitung

Um vorab ein allfälliges Missverständnis auszuräumen: Thema und Zeitpunkt des heutigen Anlasses wurden schon vor einigen Monaten festgelegt. Denn das nahende Jahresende lädt ein zum Rückblick. Es ist die Zeit der Rechenschaftsablage, der Zielüberprüfungen und Performance Messungen. So werden Leistungen beurteilt, Noten gesetzt. Selten ein Ungenügen, eher das Überdurchschnittliche festgehalten. Mehr Lob als Tadel wird erwartet, denn der Bonus steht bereit; noch bleibt er zu verteilen.

Ich danke für die Gelegenheit, aus Sicht der EBK eine Bewertung vornehmen zu dürfen. Das Jahr 2007 lieferte für die Aufsicht viel Stoff. Es bietet Anlass für Lob und Tadel. Auch ohne Sack und Rute werde ich versuchen, ein paar Themen aufzugreifen, die unter den Nägeln brennen. Dabei stehen zwei Fragenkomplexe im Vordergrund:

- Wie beurteilt die EBK die Turbulenzen an den Finanzmärkten und deren Folgen?
- Wo drückt der Schuh beim Finanzmarktenforcement, das heisst in der Durchsetzung der gültigen Regeln durch die EBK?

## Marktturbulenzen

Dazu stellen sich gleich mehrere Fragen, wie etwa:

- Wie gross ist der Sturm und welchen Verlauf nimmt er?
- Mit welcher Schadensbilanz ist zu rechnen?
- Welches sind die Schutzwälle und wie stark sind sie?
- Und schliesslich: Welche Rolle spielt die Aufsicht? Was darf von ihr, was nicht erwartet werden?

## Zum Ausmass und Verlauf der Fronten

Antworten dazu bleiben leider so vage, wie eine Wettervorhersage für das nächste Jahr. Immerhin, drohende Stürme zeichneten sich auf den Radarschirmen ab. Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, der Basler Ausschuss und andere internationale Gremien wie das Financial Stability Forum (FSF) warnten wiederholt und stellten unbequeme Fragen. Dies alles ist niedergeschrieben in Protokollen und auch in veröffentlichten Berichten, doch Wirkung zeigten sie kaum. Die Warnsignale wurden überhört. Tiefe Zinsen, gutes Wachstum und ein hoher Leverage sorgten für Liquidität und gute Stimmung in den Märkten.

Auch die EBK diskutierte Fragen, etwa zur Liquidität und den möglichen Folgen, sollte diese plötzlich versiegen oder zur Nachhaltigkeit der seit vielen Quartalen erzielten weit



überdurchschnittlichen Renditen auf das eingesetzte Eigenkapital. Zur Verletzlichkeit eines Systems, das in Serie Renditen von 20% - 30% auszuweisen vermag, wenn historisch 6% - 7% erwartet werden dürfen, äusserte sich kürzlich Martin Wolf in seiner FT Mittwochskolumne. Gilt letzterer Wert als Durchschnitt, so ist anzunehmen, dass sich Überrenditen nur mit sporadisch herben Verlusten erkaufen lassen. Ein einmalig schwächeres Jahresergebnis reicht nicht aus, um diesen Durchschnittswert zu erreichen. Dazu braucht es echte Kapitalverluste – ungemütlich für Banken, deren nominales Eigenkapital nur eine einstellige Prozentzahl der Bilanzsumme beträgt.

Sicher ist, dass die Unmittelbarkeit und Heftigkeit des Ausbruchs in diesem Sommer alle überraschte, die Beaufsichtigten, die Aufsichtsbehörden und die Zentralbanken. Die Sturmböen schüttelten die Märkte und erhöhten deutlich die Spreads und Volatilitäten. Die gute Stimmung wich massiven Irritationen. Konsens herrscht, dass das Tief nicht so rasch einem neuen Hoch wird weichen. Dieser Meteo Bezug ist bildhaft, hat aber seine Tücken: Hier ist keine höhere Gewalt im Spiel, die Fronten brauten sich nicht über den Ozeanen dieser Welt zusammen, sondern sind von Investment Bankern verursacht, auf scheinbar solidem Grund an Wall Street und anderen geachteten Adressen.

### **Zur Schadensbilanz**

Meine Aussage wird kaum überraschen: Die Schäden werden hoch sein und sind heute nicht abschliessend zu beziffern. Ist damit der Notstand auszurufen, die Bevölkerung gar zu warnen? Sicher nicht! Ist von einer Krise zu sprechen? Nicht im eigentlichen Sinn, denn längst sind nicht alle gleich betroffen. Gerhard Schwarz schrieb kürzlich in einem seiner Leitartikel im Wirtschaftsteil der NZZ über den Vertrauensverlust, über das Schwinden des Vertrauens der Banken untereinander und das schrumpfende Vertrauen von Bankkunden und Bürger. Vertrauen, so stellte er fest, ist für das Funktionieren einer Marktwirtschaft so wesentlich, dass man vielleicht doch von Krise sprechen darf, ja muss, wenn dieses Fundament unterspült wird. In diesem Punkt ist ihm zuzustimmen, denn das Vertrauen als wichtigstes Gut hat mit Sicherheit gelitten. Wohl umgekehrt proportional zur Höhe der Bestände an komplex strukturierten Finanzinstrumenten, die nun wie Blei auf den Büchern liegen und sich nur schwer bewerten lassen.

Wie sie wissen: `Unsere` beiden Grossbanken sind Betroffene, halten beide doch Positionen in verbrieften Kreditprodukten und anderen Engagements, für die derzeit kaum noch ein Markt besteht. Spätestens hier aber muss deutlich unterschieden werden: Trotz vergleichbarer Geschäftsmodelle ist die Exposition der beiden Banken nicht zu vergleichen, denn die Schwerpunkte der getätigten Geschäfte unterscheiden sich sehr stark. Auch ist festzustellen, dass sich die Folgen der illiquiden Märkte bisher auf die global tätigen Institute beschränken, mit Ausnahme einiger mittelständischer Namen im Ausland. Diese strauchelten als Folge von Problemen in der Refinanzierung ausgegebener Hypotheken sowie den unbedingt und unwiderruflich abgegebenen, unverhältnismässig hohen Liquiditätszusagen an ausgelagerte Zweckgesellschaften, wie Conduits und andere fragliche Strukturen. Der schweizerische Bankensektor hat unseres Wissens der Versuchung widerstanden, diese mit hohen Erträgen verbundene, nur scheinbar risikolose Fristentransformation auszubauen. Zu seinem Vorteil, wie sich heute herausstellt. Sind unsere im Retailgeschäft und in der Vermögensverwaltung engagierten Banken somit vor jeglichem Schaden bewahrt? Fraglich! Denn Übertragungseffekte



(`Spillover`) sind nicht auszuschliessen: Andere Teile der Finanzmärkte sind bereits kontaminiert, ein Übergreifen auf die Realwirtschaft und damit eine Verlangsamung der Wirtschaftsdynamik wird wahrscheinlich, weitergehende Korrekturen an den Aktienmärkten sind möglich. Institutionelle wie private Investoren könnten aufgrund erlittener Verluste ihr Verhalten ändern, werden die milliardenhohen Wertberichtigungen doch nicht allein von den betroffenen Banken abgetragen. Kommissionseinbussen wären die Folge. Auch in der Vermögensverwaltung müsste wieder Vertrauen aufgebaut werden.

### **Zu den Schutzwällen und deren Stärke**

Eine Entwarnung vorab: Die Grossbanken in der Schweiz erfüllten immer und erfüllen auch heute trotz teilweise massiven Wertberichtigungen die gesetzlichen Eigenmittelanforderungen. Die UBS als hauptsächlich betroffenes Institut verstärkt mit den angekündigten Massnahmen ihr Dispositiv. Zu betonen bleibt: Trotz bedeutender Korrekturen bestand nie und besteht keine Solvenzgefahr. Unsere beiden Grossen bleiben gut kapitalisiert und könnten weitere Rückschläge verkraften. Die Schutzwälle sind robust und zudem im internationalen Vergleich *höher* als bei vergleichbaren Konkurrenten. Das aus Vorsicht von der EBK seit vielen Jahren auferlegte, über die gesetzlichen Mindestanforderungen hinausgehende Eigenmittelpolster (`Swiss Finish`) erweist sich heute als ein wertvoller Puffer. Dieser verhindert, dass bei Problemen in einem Geschäftsfeld sofort auch die anderen in Mitleidenschaft gezogen werden. Es soll nicht zu einer Kreditverknappung (`Credit Crunch`) kommen, das heisst zu einer Einschränkung der Kredite an Unternehmen und Private.

Vorab auch eine Würdigung seitens der Aufsicht zum Geschäftsmodell `originate and distribute`, das den Transfer von Risiken aus der Bilanz in den Kapitalmarkt ermöglicht. Es erlaubt Risiken zu diversifizieren, schafft Anlagemöglichkeiten für Investoren und generiert Handelserträge. Nicht dieses Modell ist zu kritisieren sondern dessen mangelnde Beherrschung durch einzelne Akteure.

Etwas lief schief damit: Die an sich erwünschte Entwicklung eines Risikotransfers geriet, etwas pauschal und undifferenziert kommentiert, ausser Kontrolle. Eine Kontrolle würde verlangen, alle mit solchen Geschäften verbundenen Risiken zu identifizieren, schlüssig zu messen, transparent zu rapportieren und schliesslich zu bewirtschaften. Diese Kontrolle hat vielfach und leider versagt. Weshalb? Die Frage stellt sich für die betroffenen Banken, aber auch für die Aufseher. Vielleicht denken Banken und Aufseher noch zu sehr in alten Mustern, konzentrieren sich zu sehr auf Erfahrungen aus der Vergangenheit, nämlich das Bewirtschaften von Gegenparteirisiken der in und ausserhalb der Bilanz gehaltenen Aktiven. Natürlich gab es schon immer einen Handel, der bezüglich der relevanten Marktrisiken kontrolliert werden musste. Vertraut ist der Handel mit Devisen, Aktien und Bonds sowie deren Derivate. Doch die Explosion der Volumina in verbrieften Krediten, die schiere Grösse des Handelsbuches in komplex strukturierten Produkten wurden unterschätzt, der Durchblick auf direkte und insbesondere indirekte Engagements getrübt. Fraglich ist, ob die Risiken wirklich immer transferiert und nicht in anderer Form wieder übernommen wurden. Funktionieren die Absatzmärkte nicht in gewohntem Masse, häufen sich rasch grosse Bestände – mit allen Konsequenzen. Illiquide Märkte erlauben kaum mehr eine Bewirtschaftung der Positionen.



Hat bei den Banken das Management von Risiken generell versagt? Dies darf mit Überzeugung verneint werden. Interessant aber ist ein Blick zurück. In früheren Jahren wurde das Risiko mit dem Setzen nominaler Limiten überwacht. Immer mehr hat es sich dann in Richtung Modell basierter, risikogewichteter Limiten verschoben. Die aktuellen Probleme lassen nun erkennen, dass die Realität von den Modellen erheblich abweichen kann. Mit anderen Worten: Die jüngsten Erfahrungen zeigen uns die Grenzen des heutigen Risikomanagement auf. Mathematische Modelle können jenen, welche sie nicht bauten, eine falsche Sicherheit vermitteln. Die scheinbar altmodischen Nominal-Limiten haben deshalb weiterhin ihre Berechtigung. Auch hat sich gezeigt, wie wichtig Inhalt, Häufigkeit und Adressatenkreis von Risikoinformationen sind. Nicht zu verleugnen ist die Gefahr, dass bei zu umfangreichen Berichten der Überblick verloren geht, dass das Aufbereiten mehr Ressourcen bindet als das Herauslesen, sorgfältige Interpretieren und schliesslich verständliche Kommentieren ausgewählter Schlüsseldaten.

## Lehren

Können schon allgemeine Lehren gezogen werden? Dies wäre vermessen. Eine Heerschar von Spezialisten arbeitet an solchen Lehren, auch orchestriert vom Financial Stability Forum. Hier deshalb nur wenige rohe Gedanken:

**Zur Transparenz und Bewertung:** Investment Banken entwickelten unter dem Druck ambitionierter Wachstumsziele, aber auch um Investoren höhere Renditen zu ermöglichen, ein Angebot an massgeschneiderten, innovativen, ständig komplexeren Produkten. Diese Komplexität hat offensichtlich kontrollierbare Grenzen überschritten. Finanzinstrumente, die sich mangels beobachtbarer Preise nur noch mittels Modellen bewerten lassen, sind zu hinterfragen. Dies gilt für die Anbieter wie für die Investoren. Investoren müssen und dürfen über den Cash Flow und die Qualität der den Produkten unterliegenden Werte eine angemessene Transparenz verlangen. Das Risikoprofil muss erklärbar und nachvollziehbar sein. Der alleinige Verlass auf die Bewertung durch Rating Agenturen mit zudem inhärenten Interessenkonflikten genügt nicht mehr.

Transparenz wird auch von den Anbietern verlangt. Bestände auf der Bilanz müssen bewertbar bleiben. Wenn nur noch hochqualifizierte Spezialisten die Modelle und die Vielzahl der darin getroffenen Annahmen verstehen, werden Grenzen verletzt. Ein vernünftiges Mass an möglicher Plausibilisierung setzt die zu beachtenden Grenzen. Die verwendeten Modelle müssen intern kritisch überprüft und bei Bedarf extern offengelegt werden. Auch braucht es mehr Informationen zur Aggregation der Risiken. Beim Aggregieren von Risikokennzahlen können wertvolle Hinweise verloren gehen. Die Verrechnung von Positionen und ihren Absicherungen droht den Blick auf das so genannte Basisrisiko zu verschleiern. So kann eine Absicherung nur unvollständig oder in gewissen Grenzen funktionieren oder eine andere Laufzeit aufweisen (Hedging Mismatches). Mit Hilfe von Absicherungen lassen sich Positionen in der Risikoverteilung soweit in den Bereich äusserst seltener Verluste verschieben (Tail Risks), dass sie auf dem Radar der Risikoverantwortlichen nicht mehr erscheinen. Solche und ähnliche Themen muss die Branche unter Einbezug der Aufseher vertiefen.



Kein Zweifel: Die Bewertung der heute gehaltenen Aktiven gestaltet sich für alle schwierig. Die Aufseher erwarten von den Banken Berechnungen, welche auf eher konservativen Annahmen beruhen.

**Zum Stresstesting:** Die zweite Lehre betrifft das Analysieren möglicher Verlustpotenziale. Dabei werden die aktuell bestehenden Verhältnisse einem Testing unterzogen. Dies ist anerkanntermassen ein unentbehrliches Instrument des Risikomanagements. Seine Grundidee ist einfach und eignet sich für alle Unternehmen, selbst für die Behörden und den Staat. Die Schlüsselfrage heisst: Was könnte mit meinen Erträgen, meinen Kosten, meinen Aktiven und Verbindlichkeiten oder mit meinem Kapital geschehen, sollte sich ein widriges Szenario ereignen? Der gebräuchliche `Value at Risk` Ansatz, der auf statistisch erfassten Vergangenheitsdaten beruht, verliert bei langanhaltenden uniformen Trends an Aussagekraft. So verarbeitete er akribisch die stetig sinkenden Volatilitäten. Besteht eine Gefahr abrupter Änderungen prognostiziert er diese nicht. Auch Szenario Analysen, die nur auf bisher beobachteten Ereignissen aufbauen, sind wenig tauglich, wenn sich plötzlich Unerwartetes und bisher Unbekanntes ereignet. Tail Risiken, das heisst das Beziffern der Extreme, wurden vernachlässigt. Der Aufwand entsprechender Analysen wurde vielleicht gescheut, um die teure Rechenkapazität für die Bewirtschaftung von Risikolimiten des laufenden Geschäftes zu verwenden, unter Ausschluss wenig wahrscheinlicher Jahrhundertereignisse. Viele sind der Gläubigkeit verfallen, bisher bewährte und eingespielte Modelle würden genügen, um uns zu schützen. Das Fundament der Entscheidungsgrundlagen wurde nicht mehr hinterfragt. Notwendig sind, so zeigt sich nun, erweiterte Verfahren, wie umfassende Sensitivitätsanalysen und Szenario-Techniken. Solche müssen Extremereignisse wie den Abbruch bisher liquider Märkte simulieren, um die damit verbundenen Verlustpotenziale beziffern zu können. `What is important is more respect for what is unknowable` (Tim Geithner, NY Fed). Die heutigen Turbulenzen lehren uns: Stress-Szenarien dürfen nicht nett sein. Sie sollten nicht von der Realität überholt werden, wie dies derzeit geschehen ist. Das Management soll sich auch mit den möglichen Folgen sehr unwahrscheinlicher Ereignisse auseinandersetzen. Zudem: Krisen können länger dauern, sich weiter verschärfen und den eigenen Handlungsspielraum weitaus massiver einengen als erwartet. Fazit: Stress-Szenarien mögen brutal erscheinen, wirklich brutal ist aber erst der wirkliche Stress.

**Zu den Anreizstrukturen:** Falsche Anreize produzieren falsche Preise. Falsche Preise produzieren nicht richtig abgegoltene Risiken. Diese wiederum produzieren zu einem Zeitpunkt Verluste, wo die Akteure ihre Boni längst bezogen haben. Die interne Refinanzierung muss die effektiven Kapitalkosten widerspiegeln – bis zum vordersten Händlerpult. Beim Setzen von Zielen, Limiten und dem Bewilligen grosser Einzeltransaktionen muss vermehrt eine holistische Sicht angewendet werden. Nicht das von einzelnen Disziplinen als machbar Bezeichnete, sondern nur das aus einer Gesamtverantwortung Vertretbare darf abgeschlossen werden. Auch muss die Unternehmenskultur alle verpflichten, die Risiken zu respektieren und an einer starken Bilanz interessiert zu sein. Diese Verpflichtung ist schliesslich einzufordern, nur so lässt sich die Reputation langfristig schützen.



## Zur Rolle der Aufsicht

Hätte die Aufsicht etwas besser machen können? Vielleicht. Es ist ein schwacher Trost, dass die Aufseher und Banken anderer Länder in gleicher Weise betroffen sind. Vorab ist aber festzuhalten: Eine Aufsichtsbehörde ist nicht und darf nicht verantwortlich sein für die Geschäftsführung und den Risikoappetit einer Bank. In der Pflicht stehen die dafür zuständigen Organe. Diese haben die gewählten Geschäftsmodelle und die damit verbundenen Risiken zu verantworten. Die Rolle der Aufsicht ist beschränkt und an ihrem Auftrag zu messen, der gesetzlich verankert ist. Die Aufsicht bewilligt und überwacht die Beaufsichtigten mit dem Ziel, dass die gesetzlichen Bestimmungen eingehalten werden. Sie ist zur Intervention verpflichtet, würden diese, wie etwa die Vorschriften zum erforderlichen Eigenkapital verletzt. Ein Geschäftsmodell und die gewählten Strategien zur Umsetzung unternehmerischer Ziele sind nicht bewilligungspflichtig. Das Intervenieren zur Vermeidung von Verlusten gehört somit nicht zum Auftrag – zumindest solange die Einleger nicht direkt zu Schaden kommen.

So weit, so gut. Und dennoch wird sich die Aufsicht nicht gänzlich einer Mitverantwortung entziehen können. Hätte die Aufsicht den Schaden verhindern können? Nein! – gleichwohl ein blankes `Nein` wäre keine vertretbare Antwort. So muss sie die Angemessenheit gesetzlicher Auflagen unter Einbezug von Erfahrungen, aber auch vorausschauend immer wieder neu beurteilen. Auch sollten die Aufseher vor allem im internationalen Verbund und zusammen mit den Notenbanken eine Spur mehr leisten können. Denn die Aufsicht besteht - zumindest bei der EBK - entgegen der Behauptung eines hiesigen Privatbanquiers in seinem Anlagekommentar nicht aus `rauen Mengen von Buchhaltern und Revisoren`, wohl eher aus einer (zu) bescheidenen Zahl fachkundiger Spezialisten. Als Sparring Partner der Beaufsichtigten kann sie damit die Risiken immer wieder thematisieren, auch auf mögliche gefährliche Entwicklungen hinweisen und nach vorbehaltenen Entschlüssen fragen. Dies hat die Aufsicht auch getan, offensichtlich aber zu wenig nachhaltig. Die Gefahren einer sich rasch verknappenden Liquidität wurden adressiert, thesenartig auf ein mögliches Ungenügen der Risikosysteme hingewiesen und dem wachsenden Unwohlsein Ausdruck gegeben. Aber hier gilt es, noch mehr nachzuhaken. Um ein in allen Sachthemen kundiger Gesprächspartner zu sein, muss sie noch mehr in qualifizierte Ressourcen investieren können. Auch sind die Kontakte zu intensivieren. Vor übertriebenen Erwartungen sei jedoch gewarnt. Die Aufsichtsbehörde darf und soll die die von ihr überwachten Banken mit kritischen Fragen herausfordern. Es gibt aber Grenzen. Durch eine konstruktive Auseinandersetzung mit der Aufsichtsbehörde kann eine Bank im guten Fall Verluste vermeiden. Dies kann sogar existentiell wichtig sein. Wichtig aber sind auch die Erträge und solche lassen sich bekanntlich nicht im Kontakt mit dem Aufseher verdienen.

Diese Ausführungen betrafen komplexe Fragen, die wohl nicht alle Zuhörerinnen und Zuhörer gleich beschäftigen. Ich versuche deshalb ein einfaches Fazit aus Sicht der EBK: Lokale Probleme, hier die Risiken im US-Hypothekarmarkt, können plötzlich aufbrechen und mit Wucht und unmittelbar die global vernetzten Finanzmärkte treffen. Es ist kein Tornado, um im Ursprungsland und in der Bildersprache zu bleiben, mit den bekannten Verwüstungen. Indes, an den grossen Bollwerken wurden Schäden sichtbar. Die Einsatzequipen sind am Werk, rund um die Uhr wird aufgeräumt, verstärkt und weiteres geplant, um möglichen nächsten, so hoffen wir bescheideneren Fronten mehr



Widerstand zu leisten. Der Finanzsektor prüft die Einrichtung eines Superfunds, die US Regierung schlägt Massnahmen vor, wie die erleichterte Refinanzierung von gefährdeten Darlehen oder ein Moratorium für Zinsen, und würde damit verzögert einen Teil der Lasten dem Steuerzahler überwälzen. Über ein unmittelbar einsetzbares und damit wirksameres Instrumentarium zu Schadensbegrenzung verfügen einzig die Zentralbanken. Mit dem Setzen der Leitzinsen und einer umsichtigen und auf die Fragilität der Märkte abgestimmten Liquiditätsversorgung tragen sie wesentlich zu Entlastungen bei. Die Aufsichtsbehörden helfen mit, mit den bescheidenen ihnen zur Verfügung stehenden Mitteln – als eine Art Alarmzentrale. Gut zu wissen, dass die Zusammenarbeit zwischen der SNB und der EBK, aber auch der Verkehr mit den betroffenen Instituten gut funktioniert.

## **Finanzmarktenforcement**

Szenenwechsel: von Marktturbulenzen zu den Marktmissbräuchen und ihrer Bekämpfung durch die Aufsichtsbehörde. Auch dies beschäftigt uns.

### **Finanzmarktenforcement – was ist damit gemeint?**

Nicht alle Akteure am Finanzmarkt halten sich freiwillig an dessen Regeln. Wenn nötig müssen letztere auch mit Zwang durchgesetzt werden. Ohne eine solche Möglichkeit bleibt die Regulierung letztlich unglaubwürdig. Daran haben weder die Investoren ein Interesse, die sich von einem ungenügend regulierten Finanzplatz abwenden können, noch die Anbieter von Finanzdienstleistungen. Die Integrität der Märkte liegt im Interesse aller – nach unserem Verständnis. Der Finanzplatz braucht klare Spielregeln und braucht dazu Schiedsrichter, die diese überwachen. Wenn nötig müssen sie die gelbe oder auch eine rote Karte ziehen können.

Wer sind diese Finanzmarktschiedsrichter und wer verantwortet das Enforcement? Eine wichtige Rolle spielt die Justiz, etwa der Strafrichter bei Börsendelikten, also bei Insiderdelikten (dem Ausnutzen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen) und Kursmanipulationen. Eine wichtige Funktion erfüllt aber auch die EBK als Aufsichtsbehörde nicht nur über die Banken, sondern auch über die Börsen, den Effektenmarkt und die Kollektivanlagen.

In welchen Bereichen agiert die EBK als Instanz für das Enforcement? Zurzeit sind vier Bereiche von Bedeutung:

- Zum einen ist die EBK als Verwaltungsbehörde eine Verfügungsinstanz; sie verfügt gegen bewilligte Banken und Effekthändler bei der Verletzung von Organisationsvorschriften, Geldwäschereiregeln oder ähnlichen Verstössen. So musste sie im laufenden Jahr Lizenzentzüge androhen, auch hat sie gleich mehreren Banken wegen so genannter Spesenschinderei (‘Churning’) die gelbe Karte gezeigt.



- Zweitens interveniert sie rasch und rigoros sowohl gegen natürliche Personen als auch Firmen, welche ohne Bewilligung eine bewilligungspflichtige Tätigkeit ausüben. Oft handelt es sich um die unerlaubte Entgegennahme von Publikumseinlagen. Hier kommen immer wieder Anleger zu Schaden. Die Zahl dieser Verfahren hat in diesem Jahr nochmals erheblich zugenommen.
- Zum Dritten geht die EBK gegen bewilligte Effekthändler oder einzelne Börsenhändler wegen Verstössen gegen Marktvorschriften und Verhaltensregeln vor. Hier geht es in der Terminologie der EBK um `Marktmissbrauch` im engeren Sinn.
- Schliesslich führt die EBK in diesem Jahr eine Anzahl grosser Verfahren, um zu untersuchen, ob Investoren zum Teil mit Hilfe einzelner Banken die börsengesetzlichen Vorschriften zur Offenlegung von Beteiligungen an börsenkotierten Gesellschaften verletzt.

Wichtig ist auch die Frage, wo die EBK nach der heutigen Rechtslage *kein* Finanzmarktenforcement betreiben darf. Anders als in vielen anderen Staaten besteht in der Schweiz heute keine allgemeine Marktaufsicht. Das bedeutet: Die EBK kann Sanktionen nur gegen die von ihr nach den Finanzmarktgesetzen überwachten Institute und ihre oberen Kader ergreifen. Ein von der EBK 2003 in einem `Sanktionenbericht` ausgearbeiteter weitergehender Vorschlag fand im politischen Prozess bisher kein Gehör. Damit bleibt es vorderhand bei der heutigen leicht `hinkenden` Marktaufsicht. Sie hinkt, weil für Banken und Effekthändler derzeit im Ergebnis strengere Marktregeln gelten als für nicht überwachte Investoren (kein `level playing field`). Ich komme auf diese unbefriedigende Situation zurück.

Wie wichtig ist das Finanzmarktenforcement für die EBK? Es ist sehr wichtig. Ihre Glaubwürdigkeit hängt ganz wesentlich von einer rasch und gut geführten, auch gut kommunizierten Durchsetzung des Aufsichtsrechtes ab. Das ist ein entscheidender Faktor für das Ansehen des Finanzplatzes. Entsprechend der Bedeutung des Enforcement setzt die EBK auch ihre Ressourcen ein. Gut 10% bis 15% ihrer Mitarbeiter sind für das Enforcement tätig. Die EBK vergleicht sich mit diesem Prozentsatz, allerdings bei weit geringeren absoluten Zahlen, etwa mit der britischen FSA, während der Prozentsatz der Enforcer bei der US SEC doppelt so hoch ist.

### **Zu den Herausforderungen**

Welches sind für die EBK die grössten Herausforderungen beim Finanzmarktenforcement? Sie muss ihr Schiff möglichst unbeschadet zwischen zwei Klippen hindurch steuern. Sie muss die Verfahren rasch, konzentriert und entschlossen führen. Nur so kann sie dem Vorwurf der Untätigkeit oder Unfähigkeit entgehen. Zum anderen müssen aber alle Verfahren nach den Regeln der Kunst, das heisst des Verfahrensrechts, fair und rechtlich sauber geführt werden. Nur so scheitern sie nicht an den Klippen der Gerichte.

Die EBK hat in diesem Jahr solche Fragen diskutiert und ihre Position in einem Strategiepapier zusammengefasst. Es wird in diesen Tagen veröffentlicht. Sie betrachtet das



Enforcement als Beitrag zur Integrität der Märkte. Sie will es mit Augenmass, auch rasch und konzentriert betreiben und Verfahren jederzeit für die Parteien transparent führen. Dazu setzt sie vermehrt auch Beauftragte ein, um Sachverhalte abzuklären. Bei den Beauftragten handelt sich um Anwälte oder akkreditierte Revisoren. EBK intern besteht eine weitgehende Funktionentrennung zwischen Mitarbeitenden in der Überwachung und im Enforcement.

Eine besondere Herausforderung ist die Kommunikation über die laufenden und seitens der EBK abgeschlossenen Verfahren. Auch hier gibt es Zielkonflikte. Alle Aufsichtsbehörden der Welt setzen sich damit auseinander und tun sich mitunter schwer, wie wir aus unseren Kontakten wissen. In einzelnen und nicht seltenen Fällen besteht ein grosses und legitimes Interesse der Öffentlichkeit an den von der EBK untersuchten Sachverhalten. Zum anderen gilt es die ebenfalls legitimen Persönlichkeitsrechte der Parteien zu wahren. Schliesslich kann auch die straffste Untersuchung, wenn sie seriös und unter Wahrung der Parteirechte geführt wird, nie so schnell sein, wie dies die Involvierten oder die Schlagzeilen hungrigen Medien von uns erwarten. Auch das künftige Finanzmarktgesetz sieht vor, dass grundsätzlich *nicht* über Verfahren informiert werden soll. Es stipuliert aber auch Ausnahmen von diesem Grundsatz. Die EBK hat beschlossen ihre bisherige Kommunikation über Verfahren leicht anzupassen. Zum einen wird sie weiterhin auch auf Anfragen in der Regel Untersuchungen weder dementieren noch bestätigen. Zum andern aber will sie bei grossem öffentlichem Interesse häufiger als bisher und rascher aktiv über Verfahren und deren Ergebnisse berichten. Wir erwarten davon eine präventive Wirkung sowie eine bessere Wahrung des Ansehens unseres Finanzplatzes. Grundsätzlich keine Auskunft wird über einzelne Verfahrensschritte erteilt.

In den vergangenen 18 Monaten haben verschiedene Fälle Aufsehen erregt, in denen sich private Investoren quasi aus dem Nichts als Grossaktionäre entpuppten. Zuvor wurde nie das Überschreiten von Schwellenwerten gemeldet, wie dies das Börsengesetz verlangt. Die Sache erregte den Unmut der betroffenen Firmenleitungen und erweckte von Gesetzes wegen auch das Interesse der EBK als Schiedsrichter am Finanzmarkt. Verschiedene Untersuchungen sind noch hängig. Ich will und kann sie hier nicht kommentieren. Erwähnen will ich lediglich, dass viele der Untersuchungen extrem aufwändig sind und entsprechen Zeit beanspruchen, insbesondere auch wenn mittels Amtshilfverfahren noch ausländische Behörden zur Informationsbeschaffung einbezogen werden müssen. Versichern will auch, dass die EBK zu Schlüssen kommen wird und sämtliche ihr von Gesetz wegen zustehenden Mittel nicht nur prüfen sondern auch anwenden wird, wenn ihr dies als angezeigt erscheint.

### **Zur Rechtslage**

Damit komme ich zum letzten Punkt. Die Rechtslage im Bereich der Marktaufsicht und Offenlegung. Sie ist nach Ansicht der EBK verbesserungsfähig. Die EBK will mit einem vor kurzem publizierten Vorschlag für ein Rundschreiben `Marktverhalten` einen Beitrag dazu leisten. Das genügt jedoch nicht. Es braucht auch Änderungen auf Gesetzesstufe. Im Offenlegungsbereich sind zwar seit dem 1. Dezember strengere Bestimmungen in Kraft. Die niedrigste Meldeschwelle für Beteiligungen an kotierten Gesellschaften wurde bekanntlich von 5% auf 3% gesenkt. Ich hoffe, dass damit wirklich mehr Transparenz



und nicht ein Mehr an Verwirrung geschaffen wird. Sicher ist: Die neuen Regeln werden für alle Meldepflichtigen komplizierter und damit auch teurer – ein unerwünschter Nebeneffekt. Aus Sicht der EBK fast wichtiger als die materielle Regel sind jedoch die Instrumente zur Durchsetzung. Auch hier bringt die Gesetzesänderung eine Neuerung: die Klage der Gesellschaft, von Aktionären oder der EBK beim Zivilrichter auf Stimmrechtssuspendierung. Die EBK wird bei Bedarf auch dieses Instrument einsetzen.

Die EBK hat deshalb hohe Erwartungen an die Expertenkommission „Börsendelikte und Marktmissbrauch“, welche der Bundesrat auf ihren Wunsch im Oktober 2007 eingesetzt hat. Not tut aus meiner Sicht eine offene und vorurteilslose Überprüfung der geltenden Bestimmungen. Aus Sicht der EBK besteht ein klarer Handlungsbedarf bei den Instrumenten der Marktaufsicht *und* im Offenlegungsbereich. Die geschilderte `hinkende` Marktaufsicht ist für einen gut regulierten Finanzplatz ein Unding, das es zu beseitigen gilt. Die Schnittstellen der so zu erweiternden Marktaufsicht zur Strafverfolgung sind sauber zu definieren. Die EBK ist in der Expertenkommission vertreten und wird sich in diesem Sinne einsetzen.

## **Schlussbemerkungen**

Lob und Tadel! Noch vieles wäre zu berichten, denn das Aufgabenspektrum der EBK ist breit. Wir versuchen an allen Fronten mit Sorgfalt und pragmatisch zu handeln. Wir hoffen, den damit erworbenen Respekt später auch auf FINMA, die ab Januar 2009 integrierte Finanzmarktaufsicht, übertragen zu können.