



Discussion Paper No. 01-2001

# **Trends im internationalen Finanzmarkt und ihre möglichen räumlichen Konsequenzen**

Heiko Behrendt



Capital Market Processes and Regional Innovation System

ETH Zürich  
Institut für Orts-, Regional- und Landesplanung  
Fachbereich Raumordnung

[www.orl.arch.ethz.ch](http://www.orl.arch.ethz.ch)



1	Einleitung .....	7
2	Umfang und Struktur des Wandels im Finanzmarkt .....	9
2.1	Struktur und Veränderung des internationalen Finanzmarktes .....	9
2.2	Die Standorte des Kapitalmarktes .....	17
3	Begriffe und Definitionen .....	18
4	Treiber der Entwicklung .....	20
4.1	Revolution in der Informationstechnologie .....	20
4.2	Neue Entwicklungen in der Finanztheorie und neue Finanzinstrumente .....	21
4.3	Liberalisierung (Deregulierung vs. Reregulierung) .....	21
4.4	Privatisierung von Staatsbetrieben .....	22
4.5	Globalisierung / Internationalisierung .....	22
4.6	Das Shareholder-Value-Paradigma .....	24
4.7	Wertewandel bei den Kunden .....	25
4.8	Demographischer Wandel .....	28
5	Rahmenbedingungen des Finanzmarktes .....	30
5.1	Die Notwendigkeit von Regulierungen .....	30
5.2	Druck zur internationalen Harmonisierung .....	31
5.3	Compliance-Anforderungen .....	31
6	Wirkungen auf der Marktebene .....	32
6.1	Sinkende Transaktionskosten und Innovationen .....	32
6.2	Neue Kunden .....	33
6.3	Servicequalität .....	34
6.4	Wachstum im Aktienmarkt .....	35
6.5	Rolle institutioneller Investoren .....	35
6.6	Börsenallianzen und –fusionen .....	36
6.7	Wandel in der Unternehmensfinanzierung .....	37
6.8	Mergers & Acquisition von Unternehmen .....	38
6.9	Rating von Unternehmen .....	38
6.10	Neue Wettbewerber und Veränderung der Wettbewerber .....	39
6.11	Mehr Konkurrenz, Beschleunigung, und wachsendes Transaktionsvolumen .....	39
6.12	Verschmelzen von Kapital- und Risikomärkten .....	40
6.13	Weltweite Integration der Kapitalmärkte .....	41
6.14	Bedarf an Stabilität und Effizienz .....	42
6.15	Regeln und ungeschriebene Gesetze .....	43
6.16	Offshore-Finanzzentren .....	44
7	Wirkungen auf der Organisationsebene .....	44
7.1	Neue Visionen und Strategien .....	44
7.2	Neue Geschäftsmodelle und -prozesse .....	45
8	Wirkungen auf der räumlichen Ebene .....	47
8.1	Allgemeine räumliche Wirkungen .....	47
8.2	Einflüsse auf den Standort von Banken und anderen Finanzunternehmen .....	48
8.3	Einflüsse auf die Standorte von Unternehmen im regionalen Innovationssystem .....	49

8.4	Rating von Städten und Regionen als Standortfaktor .....	50
8.5	Wirkungen von Mergers & Acquisition, IPO und Unternehmens-finanzierung..	53
8.6	Wirkungen des technologischen Wandels.....	54
9	Zusammenhang zur Politik.....	55
10	Das Wirkungsmodell Kapitalmarkt.....	56
	Literatur .....	57
	Discussion Papers.....	60

## **Vorwort**

Das vorliegende Discussion Paper bietet einen Überblick zu den wichtigsten Veränderungen im internationalen Finanzmarkt unter dem Blickwinkel der räumlichen Entwicklung und Wirkungen und ist ein Grundlagenpapier im Projekt CAPRI (Capital Market Processes and Regional Innovation System) des Instituts für Orts-, Regional- und Landesplanung der ETH Zürich. Ziel des Grundlagenpapiers ist eine gegliederte Aufbereitung von Material unter dem Blickwinkel der Veränderungen und räumlichen Wirkungen des Kapitalmarktes. Es ist unterschiedlich in der Tiefe - zu einigen Teilen lag umfangreiches Material vor, zu anderen Teilen empfangen den Leser lediglich eigene Gedanken. Schliesslich sollte noch eine Modellierung aller Aspekte erfolgen, um deren Zusammenhänge zu veranschaulichen. Auf diese musste verzichtet werden, weil der Autor nicht mehr an dem oben genannten Institut arbeitet. Der Autor hofft, das Discussion Paper ist den Teammitgliedern und anderen interessierten Personen trotzdem noch nützlich.

Heiko Behrendt

Zürich, den 28. Februar 2002



# 1 Einleitung

Der Kapitalmarkt und der Welthandel wurden in den letzten Jahren immer weiter liberalisiert. Parallel revolutionierte sich die Informations- und Kommunikationstechnologie. Zum Teil als eine der Ursachen, zum Teil als Folge wandelten sich die Erwartungen und das Verhalten der Kunden. Diese drei wichtigsten Vorgänge lösten einen fundamentalen Wandel der Strategien und Geschäftsmodelle von Banken und anderen Unternehmen im Kapitalmarkt aus: die Unternehmensfinanzierung, die Vermögensverwaltung, das Retail-Banking veränderten Struktur und Gesicht. Wie sich die Finanzwelt für den einzelnen Kunden veränderte, war und ist sichtbarer als die Konsequenzen für die Unternehmen. Angebot und Nachfrage nach Kapital führt zu neuen Produkten und Dienstleistungen und damit zu neuen Möglichkeiten. Fondsmanager und andere Shareholder bestimmen zunehmend die Innovations- und Investitionsentscheidungen von Unternehmen. Ob dies auf der Vorder- und Kehrseite der Medaille gesehen wird, ist eine Frage des Standpunktes. Es kann die Konkurrenzfähigkeit eines Unternehmens erhöhen oder schwächen – dies wird im Verhältnis von Shareholdern zum Management und deren Vorstellungen von langfristigem Unternehmenserfolg entschieden. Solche „Eingriffe“ des Finanzmarktes in die Unternehmensstrategie ist in vielen Fällen neu. Das lässt vermuten, dass auch die regionale sozio-ökonomische Struktur von Produktion und Dienstleistungen vom Wandel des Finanzmarktes beeinflusst wird. Die regionalen Wertschöpfungsketten werden unter dem Einfluss des Finanzmarktes verändert.

Die derzeitigen massiven Veränderungen des Finanzmarktes dürfte zu einem nicht geringen Teil die Häufung von Banken- und Finanzkrisen in vielen Ländern und Regionen verursacht haben. Wurde zu Beginn der Entwicklung die Liberalisierung gelobt, hat man inzwischen Angst vor Exzessen, die allen Beteiligten schaden können. Der Ruf nach einer angemessenen internationalen Regulation ist daher auch aus liberalen Kreisen zu hören. Die Auflösung einer alten Ordnung fördert chaotisches Verhalten im Gesamtsystem, bevor es sich in einer neuen Ordnung stabilisiert, das ist in komplexen Systemen so. Eine neue Ordnung ist daher im Interesse aller Beteiligten.

Verändert sich ein Untersuchungsgegenstand, so entstehen Risse und Lücken im bisherigen Wissen über ihn. In den letzten Jahren wurden Innovationssysteme, innovative Milieus, Produktions- und Dienstleistungs-Netzwerke breit untersucht. Kapital als Voraussetzung und Schmiermittel für die Entstehung und Entwicklung solcher Systeme trat in der Diskussion zumeist nur als Risiko- oder Venture-Capital auf. Der Einfluss anderer Formen der Unternehmensfinanzierung wurden vernachlässigt. Die Entwicklung neuer Finanzinstrumente, das gewachsene Risikobewusstsein und andere Veränderungen haben aber möglicherweise die Milieus, Netzwerke und Innovationssysteme entscheidend verändert bzw. geprägt. Es ist daher notwendig, die Rolle des Produktionsfaktors Kapital in der regionalen Wirtschaftsentwicklung eingehend zu untersuchen.

Aus dieser Situation heraus wurde am Institut für Orts-, Regional- und Landesplanung an der ETH Zürich das Projekt „Capital Market Processes and Regional Innovation System“ (CAPRI) entwickelt. Innerhalb dieses Projektes wird der Einfluss der neuen Logik der Kapital-Allokation auf die Innovations- und Investitionsentscheidungen von Unternehmen

und damit auf die sozioökonomische Struktur von Produktion und Dienstleistungen untersucht. Die Europäische Metropolregion Zürich dient als räumlicher Bezugs- und Untersuchungsraum für die Untersuchung der Verbindungen und Vernetzungen zwischen der neuen Struktur des Finanzmarktes, der Finanzinstitutionen und der Finanzintermediäre auf der einen Seite sowie der Organisation der Produktion und dem räumlichen Muster der Aktivitäten und Interaktionen der beteiligten Akteure auf der anderen Seite („New Financial Landscape“). Inhaltlich beschränkt sich das CAPRI-Projekt auf Finanz-Transaktionen mit einer Laufzeit von über einem Jahr und schliesst damit den Geldmarkt aus; zum Kapitalmarkt werden entsprechend auch Kredite mit einer Laufzeit von über einem Jahr gerechnet. Der Geldmarkt dürfte aufgrund seiner kurzen Fristen nur geringen Einfluss auf die längerfristige Geschäftspolitik und die Standortentscheidungen seiner Kunden ausüben.

Vorliegende Studie hat das Ziel, innerhalb der Projektfragestellung den ersten Schritt zu tun. Sie konzentriert sich auf einen Überblick über die Vorgänge und Strukturen der neuen Finanzlandschaft und versucht, diese Landschaft mit dem Blick auf mögliche räumliche Wirkungen auszuleuchten. Dazu wird der derzeitige Wandel in seine Teilprozesse zerlegt und die treibenden Kräfte und Akteure zu identifizieren versucht.

Im Mittelpunkt stehen folgende Fragen:

- *Welches sind die treibenden Kräfte in diesem Wandel?*
- *Welches sind die zentralen Trends und strukturellen Veränderungen?*
- *Welche Wirkungen haben diese auf den Finanzsektor, den Markt und deren Akteure?*
- *Wo sind potentiellen räumliche Wirkungen erkennbar?*

Der Aufbau des Papers folgt der vermuteten Wirkungsrichtung, beginnend bei den verschiedenen Treibern der Veränderungen am Kapitalmarkt (Kap. 4). Im nächsten Schritt werfen wir einen Blick auf die wichtigsten Rahmenbedingungen des Kapitalmarktes und dessen Wandel (Kap. 5). Alle diese Entwicklungen haben eine Reihe von Wirkungen auf der Marktebene (Kap. 6), was wiederum zu Innovationen und Anpassungen der beteiligten Unternehmen führt (Organisationsebene; Kap. 7). Umgekehrt formieren die beteiligten Unternehmen und Kunden natürlich auch den Markt. Die Veränderung des Kapitalmarktes wiederum hat direkte Wirkungen auf das Standortmuster durch Neuorganisation und Verlagerungen der Kapitalmarktakteure. Die Erkenntnisse aus den vorangegangenen Kapiteln werden deshalb in Kapitel 8 zur Formulierung von Hypothesen zu den Wirkungen des Kapitalmarktes auf die regionale Wirtschaft genutzt. Kapitel 9 beschäftigt sich dann mit den Zusammenhängen zur Politik; Kapitel 10 mit den Zusammenhängen der angesprochenen Faktoren insgesamt.

Innerhalb der Kapitel wird versucht, eine inhaltliche Gruppierung vorzunehmen, die einzelnen Punkte beschreiben in ihrer Folge somit keine Wirkungsrichtung. Die Abhängigkeiten und gegenseitigen Einflüsse der unterschiedlichen Aspekte werden an einigen Stellen angesprochen, sind aber sicher nicht erschöpfend.

Bevor wir mit der Untersuchung der Treiber in den Prozess der Veränderungen des Kapitalmarktes einsteigen, werfen wir einen kurzen Blick auf den sichtbaren Wandel (Kap. 2).

## **2 Umfang und Struktur des Wandels im Finanzmarkt**

Der Wandel des Finanzmarkts hat nicht nur den Umfang an Anlagevermögen, Bonds oder Derivaten stark vergrößert, sondern er hat auch umfangreiche weltweite Verteilungswirkungen. Ein Land wie Luxemburg hat durch regulatorische Veränderungen das 23-fache ihres Bruttosozialprodukts an Anlagekapital anziehen können (OECD 1999, 149), andere, wie die Länder Südostasiens, haben dagegen zu spüren bekommen, dass ihr Finanzmarkt und ihr Rechtssystem noch nicht genug gefestigt ist, um den Vertrauensstand der Industrieländer zu erreichen. Vorurteile und Verallgemeinerungen im Finanzmarkt prägen darüber hinaus in den Entwicklungs- und Schwellenländern immer noch die Integration oder Nicht-Integration in den internationalen Finanzmarkt. Neben den nackten Zahlen spielt die Wahrnehmung eine Rolle.

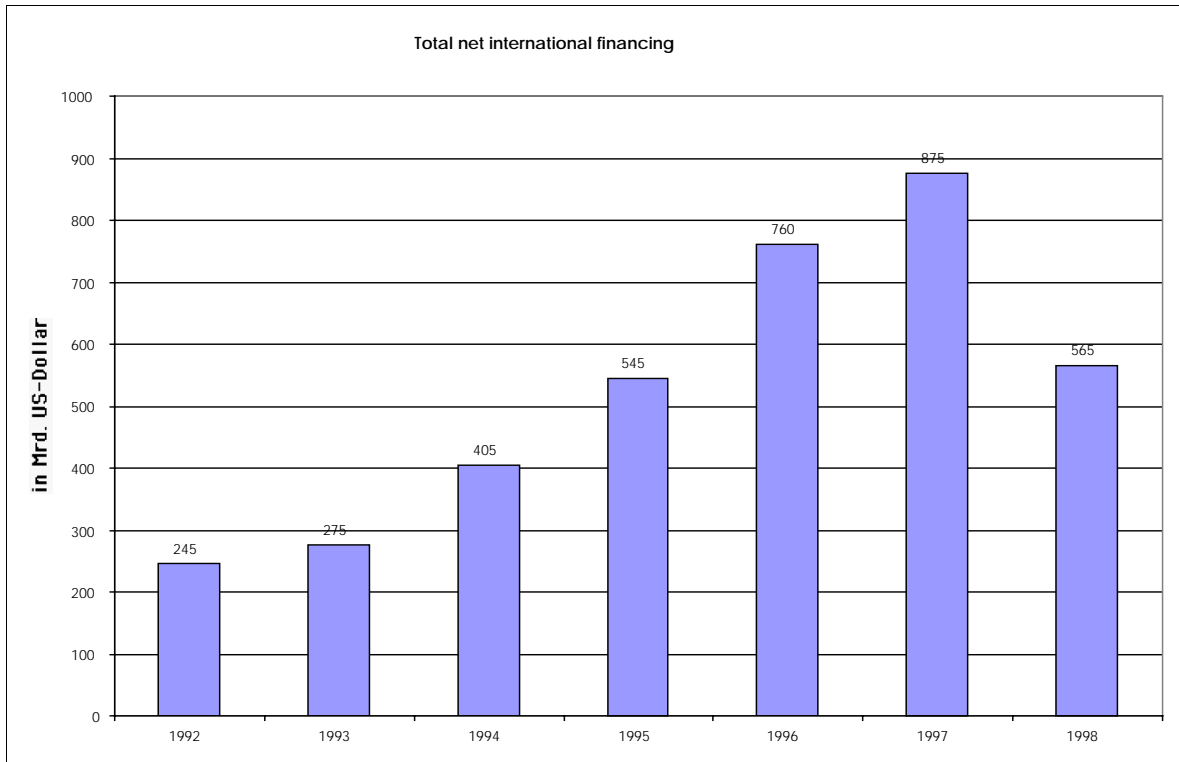
Im folgenden werden ein paar Zahlen und Darstellungen einen Überblick über die Grössenordnung und die Struktur des Wandels im Finanzmarkt geben. Zu diesem Thema liessen sich eine Unmenge an Darstellungen nach allen Aspekten des Finanzmarktes geben. Sie sind in erschöpfender Weise, wenn auch nicht auf dem neuesten Stand, von Laulajainen (1998) in seinem Buch „Financial Geography“ zusammengetragen worden.

### **2.1 Struktur und Veränderung des internationalen Finanzmarktes**

#### **Internationale Ausdehnung**

Zwischen 1992 und 1997 stieg die internationale Finanzierungstätigkeit von 245 Mrd. US-Dollar auf 875 Mrd. US-Dollar und hat sich damit mehr als verdreifacht. Der 1998 zu verzeichnende starke Rückgang der Investitionstätigkeit dürfte auf die Asienkrise zurückzuführen sein (Abbildung 2-1). Das Emissionsvolumen an den internationalen Wertpapiermärkten ist in den letzten Jahren insgesamt gewachsen. Einerseits besteht ein steigender Finanzbedarf von Unternehmen und staatlichen Institutionen, andererseits haben die Nachfrager bzw. Anleger immense liquide Mittel, die aus Vermögenszuwächsen der letzten Jahre stammen. Die neuen und zum Teil komplexen Finanzierungsmöglichkeiten, wie z. B. die Verbriefung von Kreditforderungen (Securitization), gewinnen immer mehr an Popularität. Dadurch werden die Banken als Kreditgeber verdrängt, ein Vorgang, der als Disintermediation bezeichnet wird. So werden die Wertpapiermärkte zunehmend direkt zur Finanzierung bzw. Geldanlage genutzt. Damit steigt der Bedarf der Nachfrager an Informationen über Bonitätsrisiken, der u. a. durch Ratings gedeckt wird. Die Mediation durch Banken wird insgesamt vom Finanzierungsverhalten der Unternehmen bestimmt. Gewinnen die Anleger an Bedeutung, so sinkt die Bedeutung der Bankenintermediation. Und das um so stärker, je mehr sich die Informationsasymmetrien zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt in Folge der Technologiesierung verringern (vgl. Bundesbank 2000, 47).

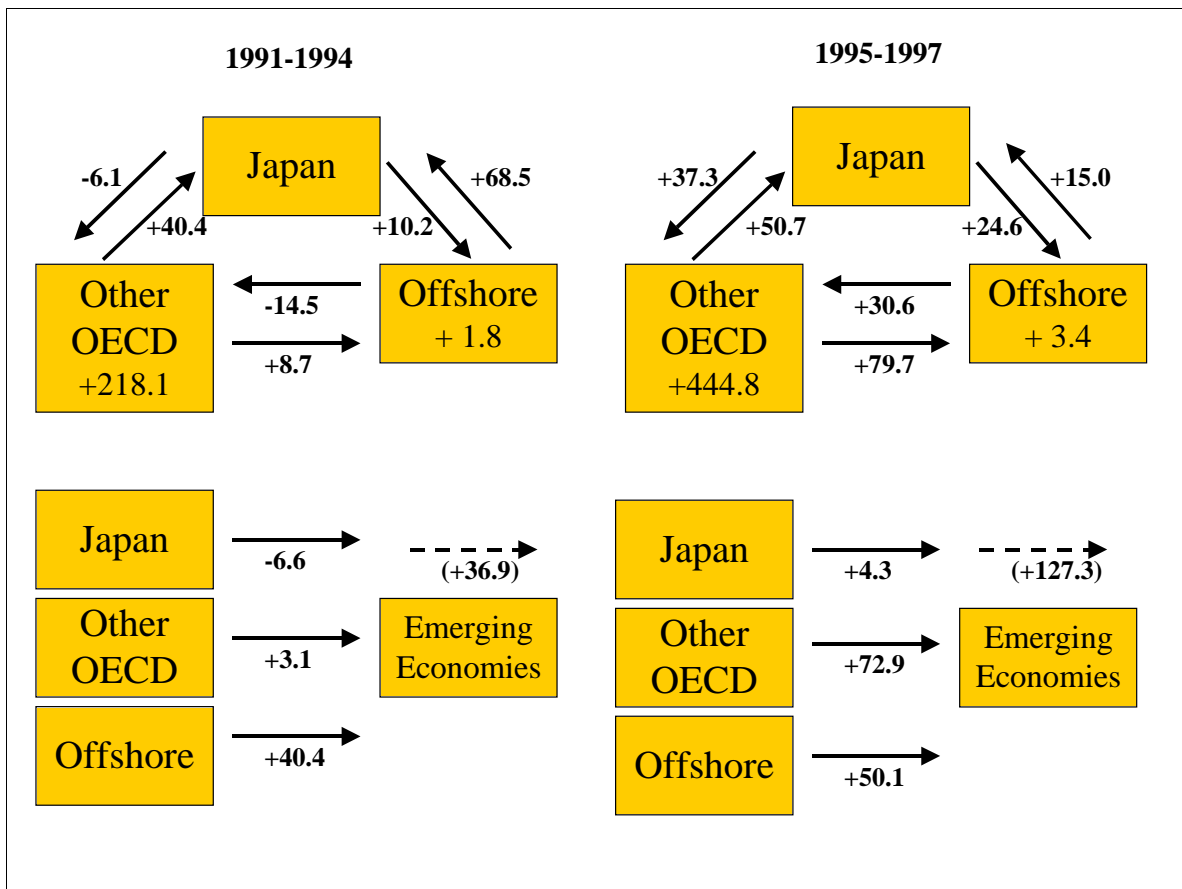
**Abbildung 2-1: Umfang der Internationalen Finanzierungstätigkeit 1992-1998**



Quelle: BIS Annual Report 1998/1999 nach OECD 2000, 29

Auch die internationalen Kreditbewegungen haben in den letzten Jahren massiv zugenommen. Die Abbildung 2-2 gibt dazu einen Überblick. Beispielsweise haben sich innerhalb der OECD-Länder ohne Japan die Flüsse an Krediten in den Jahren 1995-1997 gegenüber dem Zeitraum 1991-1994 mehr als verdoppelt, obwohl der spätere Zeitraum noch um ein Jahr kürzer ist.

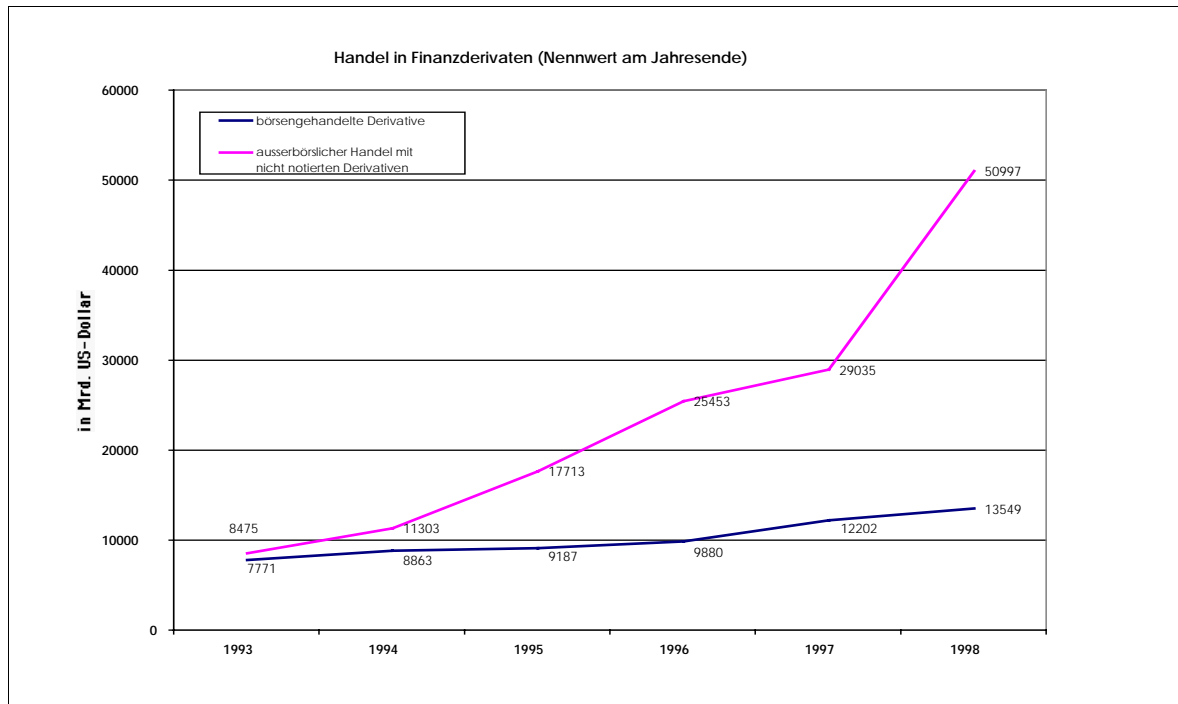
**Abbildung 2-2: Flüsse von Bankkrediten an Nicht-Banken in Mrd. Dollar zwischen 1991 und 1997**



Quelle: Fornani, Levy 2000, 7 (an die Wechselkurse angepasste Bruttowerte)

Zu beobachten ist seit Mitte der 90er Jahre auch eine massive Zunahme des Handels mit Derivativen wie Optionen, Futures etc. (vgl. Abbildung 2-3). Sie dienen allgemein nicht der Finanzierung, sondern der Optimierung von Portfolios der Anleger. Der Nennwert bezieht sich jedoch auf das Wertpapier, von dem das Derivat abgeleitet wurde. Es ist jedoch kein Wertpapier; die tatsächlich geleisteten Zahlungen beziehen sich auf festgelegte Differenzen zwischen vereinbarten Werten und tatsächlichen Werten und sind damit im allgemeinen wesentlich niedriger als der Nennwert. Im Falle eines Börsenzusammenbruchs und der dadurch ausgelösten grossen Differenzen zwischen realen und Ausübungswerten können allerdings grosse Summen mit den entsprechenden Folgen fällig werden.

**Abbildung 2-3: Zunahme des weltweiten Handels mit Finanzderivaten 1993-1998**

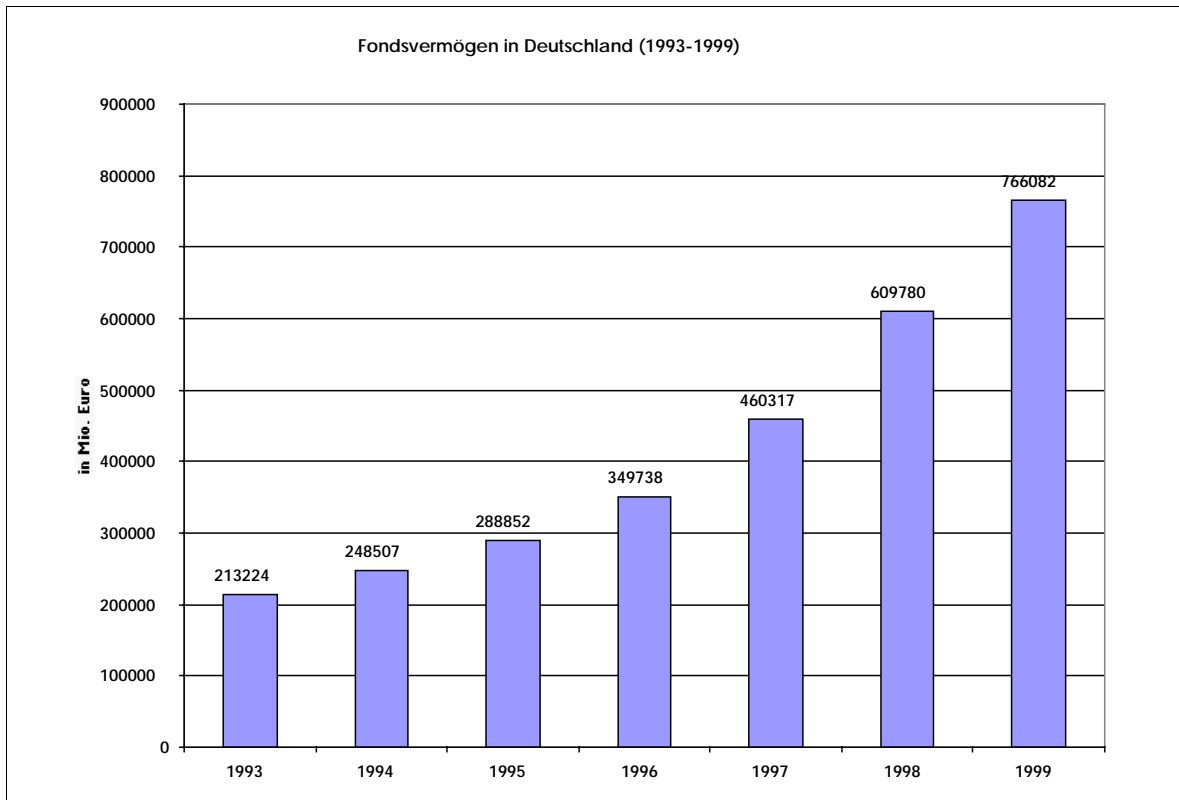


\*\* Nennwert der ausstehenden Derivate am Jahresende. Die Werte lassen sich keiner Nationalität zuordnen, es wird aber davon ausgegangen, dass das Marktwachstum durch Sicherungsgeschäfte von Risiken internationaler Investoren ausgelöst wird.

Quelle: BIS Annual Report 1998/1999 nach OECD 2000, 32

Neben den „Profis“ tummeln sich im Markt auch immer mehr private Anleger, die zu einem grossen Teil in Fonds investieren, und damit versuchen, sich an die Performance und das Risikoverhalten der Profis zu hängen, ohne selbst über viel Wissen verfügen zu müssen. Angefacht auch durch die öffentlichkeitswirksamen Börsengänge grosser ehemaliger Staatsunternehmen wurden die einfachen Sparkunden motiviert, Teile ihres Sparvermögens in Aktien oder Fonds umzuschichten. Zudem kommen risikobereitere und vermögendere Kunden auf den Markt. Dies hat in einigen Ländern wie Deutschland zu einem Aufholprozess beim Anlagevermögen pro Kopf geführt. Er war in Deutschland bisher vergleichsweise niedrig, weil dort die Altersvorsorge überwiegend noch umlagebasiert ist und Pensionsfonds nur eine geringe Bedeutung haben. In anderen Ländern mit einer verbreiteten privaten Altersvorsorge ist das anders, z.B. die Niederlande oder die Schweiz. Ausgelöst durch diese Veränderungen hat zwischen 1993 und 1999 das Fondsvermögen in Deutschland um 259% zugenommen (Abbildung 2-4). Die Anzahl der Fonds hat sich im gleichen Zeitraum von 2692 auf 5757 mehr als verdoppelt (vgl. auch die Punkte 4.5 und 6.2).

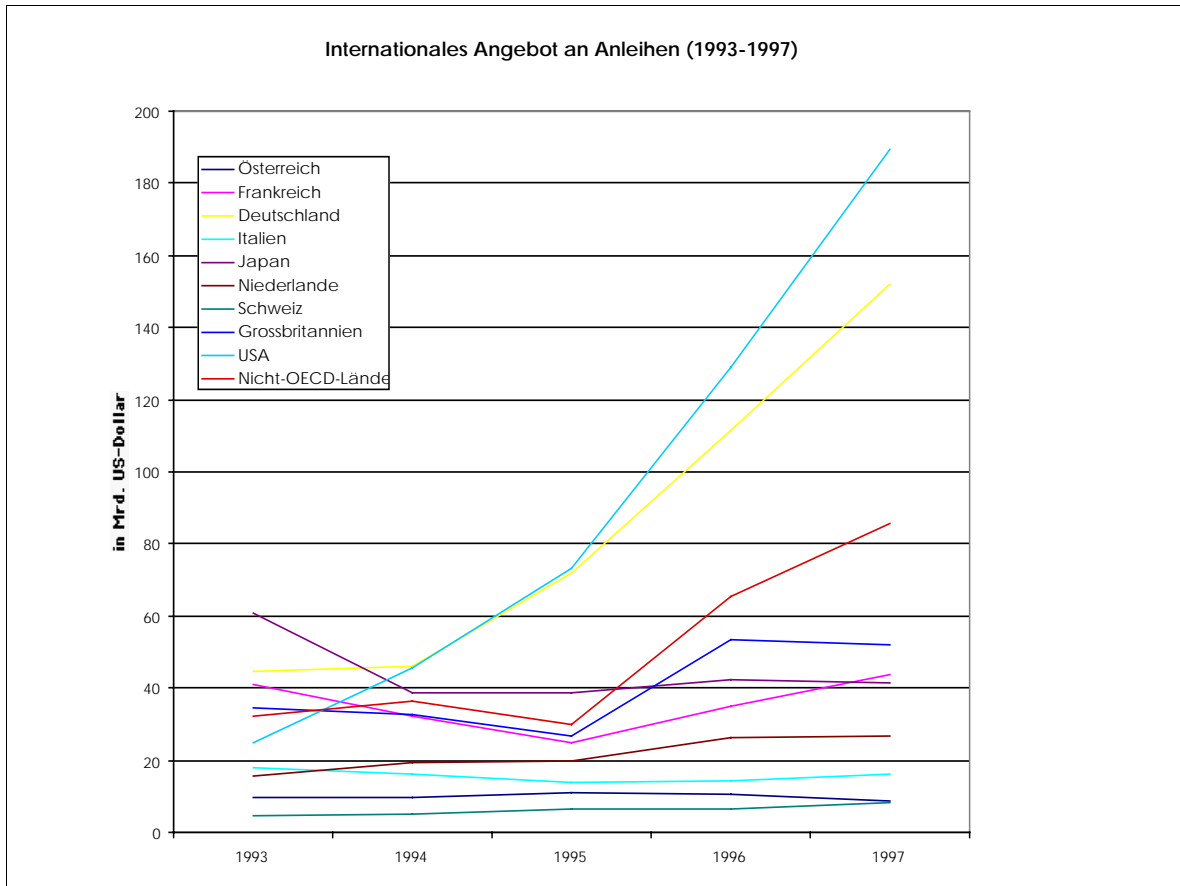
**Abbildung 2-4: Fondsvermögen in Deutschland 1993-1999**



Quelle: Deutsche Bundesbank in: [www.finanzplatz.de](http://www.finanzplatz.de)

Grosse Staaten generieren in der Regel einen höheren Anteil ihres Fondsvermögens im Inland. So beträgt das ausländische Fondsvermögen in den USA nur etwa 9%. Weltweit sind etwa 14% des gesamten Fondsvermögens im Ausland angelegt. In Ländern wie Hongkong stammt dagegen fast 98% des Fondsvermögens aus dem Ausland, in der Schweiz sind es mehr als 89%. Doch eine Reihe kleinerer Länder wie Griechenland, Portugal oder Finnland ziehen wiederum kaum ausländisches Fondskapital an (Zurstrassen 1998, 219f.). Die Attraktivität der Länder für internationales Anlagekapital ist eng verbunden mit den Konditionen und der erzielbaren Rendite, welche stark durch die jeweilige Regulierung in einem Staat bestimmt wird (z.B. Bankgeheimnis, Steuerregime).

**Abbildung 2-5: Internationales Angebot an Anleihen 1993-1997**



Quelle: OECD/DAF in: OECD (Financial Market Trends 69), 109

Ein Teil der neu in den Markt fließenden Mittel wird in Anleihen angelegt, eine Möglichkeit unter anderen für Unternehmen, Innovationen oder Investitionen zu finanzieren, ohne den vergleichsweise mühsamen Weg über die Börse zu gehen. Entsprechend ist auch dieser Markt in den letzten Jahren rasant gewachsen, wenn auch nur in einigen Ländern, was auf Unterschiede im Know how und in der Regulierung hinweist.

Eine weltweit ungleiche Verteilung ist auch bei internationalen Direktinvestitionen zu beobachten, die zu 70% zwischen den Industrieländern hin und her fließen. Aber auch die 30% der Direktinvestitionen, die nicht in Industrieländern getätigt werden, sind in nennenswertem Umfang nur auf wenige Länder konzentriert. 20% aller internationalen Direktinvestitionen fließen in nur acht Entwicklungsländer; dies sind China (6%), Brasilien (4%), Mexiko (3%), Singapur (2%), Indonesien (2%), Malaysia, Saudi-Arabien und Argentinien (jeweils 1%). Alle anderen Entwicklungsländer erreichen nur 10% der weltweiten Direktinvestitionen (UNCTAD 1998).

### Nationale Konzentration

Die Globalisierung des Finanzsystems in den letzten zehn bis fünfzehn Jahren hat dazu geführt, dass weltweit nur noch wenige Standorte miteinander konkurrieren und dass aus globaler Sicht höchstens ein Standort pro Staat international wahrgenommen wird und damit von Bedeutung ist. Saskia Sassen (1999) vermutet deshalb, dass dadurch jeweils der grösste Finanzstandort eines Landes auf Kosten seiner Konkurrenten wächst. Denn sie sind die Gateways, durch die internationales Kapital in einen Staat bzw. nationales Kapital in ausländische Anlagen oder Direktinvestitionen fliesst.

Vor allem die Zunahme des Wertpapiergeschäftes und die Lockerung der Kundennähe im traditionellen Bankgeschäft durch die Automatisierung des Zahlungsverkehrs und die Entwicklung von Direktbanken begünstigt die Finanzmetropole eines Landes zu Lasten anderer Standorte.

Eine solche Zentralisierung müsste auch für Zürich innerhalb des Schweizer Finanzmarktes feststellbar sein. Auch die Grösse, die Internationalität der Grossbanken und der Flughafen sind dafür entscheidende Faktoren. Gemessen am Umsatz der Banken in den wichtigsten Schweizer Finanzplätzen kann diese Hypothese bestätigt werden: Zürich hat in den sechs Jahren zwischen 1993 und 1999 auf Kosten fast aller anderen Schweizer Finanzplätze an Umsatz gewonnen. Einerseits ist dieser Zugewinn zu einem guten Teil bedingt durch die Fusion der Schweizer Bankgesellschaft in Basel mit der in Zürich domizilierten UBS. Das Zentrum der fusionierten Bank ist aber in Zürich, was andererseits die Bedeutung und Zentralisierung unterstreicht (vgl. Behrendt, Kruse 2001 und Abbildung 2-6).

**Abbildung 2-6: Umsätze der Banken an den wichtigsten Finanzstandorten der Schweiz und die Veränderung des Marktanteils**

Finanzstandort	Umsatz in Mio. CHF	Umsatzanteil an Schweiz gesamt in %	Umsatz in Mio. CHF	Umsatzanteil an Schweiz gesamt in %	Veränderung Umsatz in %	Veränderung Anteil in %-Punkte
	1993		1999		1993-1999	
Zürich	753'657.5	53.0	1'917'690.6	76.7	154.5	+ 23.7
Genf	76'643.4	5.4	125'881.9	5.0	64.2	- 0.4
St. Gallen	28'365.1	2.0	89'650.2	3.6	216.1	+ 1.6
Lausanne	34'246.6	2.4	36'396.2	1.5	6.3	- 0.9
Bern	72'114.8	5.1	36'142.2	1.4	-49.9	- 3.7
Lugano	15'861.3	1.1	35'262.3	1.4	122.3	+ 0.3
Basel	231'564.6	16.3	33'746.1	1.3	-85.4	- 15.0
Sonstige	208'438.7	14.7	226'854.9	9.1	8.8	- 5.6
<b>Gesamt</b>	<b>1'420'892.0</b>	<b>100.0</b>	<b>2'501'624.4</b>	<b>100.0</b>	<b>76.1</b>	

Quelle: Behrendt, Kruse 2001 nach Daten der Handelszeitung

In Deutschland ist die Marktkapitalisierung am Standort Frankfurt vom zweifachen aller anderen Standorte im Jahr 1992 auf das fünffache im Jahr 1997 angestiegen. Wie in der Schweiz lässt sich aber auch in Deutschland beobachten, dass nicht der zentrale Markt auf Kosten anderer wächst, sondern auch die anderen Standorte in der Regel Zuwächse verzeichnen (Sassen 1999). Ein weiteres Merkmal solcher Zentren ist auch die Konzentration

der im Finanzmarkt tätigen Unternehmen innerhalb des Zentrums. In Frankfurt beispielsweise sind 90% aller Primärstandorte von Banken innerhalb eines Quadratkilometers zu finden (Koschatzky 2000, 290).

Eine weitere Frage ist die nach der Spezialisierung von Standorten. Die Entwicklung geht in Richtung weniger grosser Standorte, die weiterhin alle Leistungen anbieten. Daneben kommt es möglicherweise zu einer stärkeren Spezialisierung, z.B. in Form von Rollen in einem Verbund wie Euronext, in Form hochspezialisierter Dienstleistungen wie Clearing and Settlement, oder in Form weiter ausgebauter traditioneller Schwerpunkte wie das Private Banking-Geschäft. In der Schweiz ist zudem auch noch die Sprache ein Standortfaktor. Ob eine weitgehende weltweite Vereinheitlichung der Regeln eine Spezialisierung behindert, ist offen. Regulationen wie das Bankgeheimnis werden dadurch zunehmend aufgeweicht und können somit einen Standort schwächen, es sei denn, er versucht durch andere Alleinstellungsmerkmale seine Position zu halten.

Der Einstieg der Investmentbanken in die ganze Palette der Finanzdienstleistungen an, so dass die traditionellen Standorte der Investmentbanken an Bedeutung gewonnen haben. [10-11] Zu ihren Kunden gehören auch eine Reihe multinationaler Unternehmen, die umfangreiche und komplexe Finanzierungen nachfragen, für die ein spezifisches Know-how nötig ist. Auch das Geschäft mit international operierenden Anlegern und das weltweite Geschäft mit Finanzderivaten gehört zum Geschäft der Investmentbanken. Ihre Wettbewerbsstärke beruht auf tradierten und fortentwickelten Know-how und den Führungsvorteilen mit anderen Banken und institutionellen Anlegern. Diese Bedingungen sind in Europa vor allem in London anzutreffen. Die deutschen und Schweizer Banken haben in den letzten Jahren versucht, den Konkurrenzvorteil durch die Akquisition britischer und amerikanischer Auslandsbanken zu ergänzen (Härtel 1996, 340f.).

In der Börsenlandschaft ist eine ähnliche Entwicklung zu beobachten. Zum einen entkoppelt sich der globale Wertpapierhandel von den lokalen Börsenplätzen, zum anderen haben es die Regionalbörsen in dezentralen Börsensystemen zunehmend schwer, sich gegen die Sogwirkung der vorherrschenden Börse zu behaupten. Meist versuchen sie sich zum Nischenanbieter zu entwickeln oder durch Innovationen zu spezialisieren (vgl. Becker 1999, 36).

Konzentration bringt speziell im Finanzmarkt Vorteile, worunter vor allem die folgenden vier Standortfaktoren aufgefallen sind (Shachar 1996, 162ff.):

- Zugang zu spezialisierten Arbeitskräften
- Zugang zu spezialisierten Dienstleistungen
- persönlichen Kontakte, basierend auf Vertrauen und gegenseitigem Verstehen (insbesondere, um informelle Information zu bekommen, die der Konkurrent nicht hat)
- Prestige eines Standorts: es färbt auf die Akteure (auch Kunden) und die Produkte an diesem Standort ab.

In der Zeitschrift „The Economist“ werden die Vorteile der Konzentration aus der Sicht der Akteure wie folgt beschrieben:

### **The lustre of clusters**

Developing financial markets requires a wide range of talents, and clusters make it easier to co-ordinate them. Lawyers must ensure that legal documents are watertight, help package a trade-finance deal, threaten litigation, or check that the information disclosed in a share prospectus is accurate and suitably hedged with legal caveats. Accountants must check, or cook, the books. Management consultants and specialist technology providers must help with financial information-technology and risk-management projects; and so it goes on. As long as all these people prefer to meet in person to co-ordinate their work, there will be a need for financial centres. Dennis Weatherstone, the former boss of J.P. Morgan, once said that financial centres would not exist without lunch. There is a grain of truth in this.

The Economist, 9. May 1998

## **2.2 Die Standorte des Kapitalmarktes**

Die Standorte des Kapitalmarktes sind die sichtbaren Knoten im weltweiten Netz. Sie sind in keiner Form isoliert. Das Netz hat eine mehr oder weniger starke Hierarchisierung, wobei die nationalen Zentren die Verknüpfungspunkte regionaler und nationaler Netze mit dem internationalen Kapitalmarkt sind. Nach Grösse und Bedeutung existieren weltweit drei grosse weltweite Zentren, New York, London, Tokyo, von denen Tokyo in den letzten Jahren aufgrund der lang anhaltende Krise der japanischen Volkswirtschaft an Bedeutung relativ verloren hat. Die Bedeutung von Tokyo wäre möglicherweise noch geringer, wenn nicht die sich drehende Erde und der 24 Stunden aktive Finanzmarkt je einen grossen Standort in den Zeitzonen benötigt.

In der zweiten Reihe folgen die Standorte Frankfurt und Paris, gefolgt von Zürich, Singapur, Hongkong, Brüssel, Amsterdam. In ihrer Bedeutung noch kleiner sind Standorte wie beispielsweise Stockholm, Mailand, Kopenhagen, Madrid, Wien, Toronto, Sydney, Bangkok oder Johannesburg.

Je nach betrachtetem Markt, Kreditmarkt, Aktienmarkt, Bondmarkt etc., fällt die Reihenfolge unterschiedlich aus. Nur bei den drei wichtigsten Märkten New York, London und in Grenzen auch Tokyo ist die führende Rolle in fast allen Märkten eindeutig. Nach der Aktienkapitalisierung führt New York eindeutig vor London, gemessen am Volumen der Kreditvergabe, den Devisengeschäften, den internationalen Bond-Geschäften, den Over-the-Counter-Derivativ-Kontrakten und der Mergers&Acquisition-Beratung führt allerdings London weit vor allen anderen Standorten. London ist auch der grösste Exporteur an Finanzdienstleistungen, gefolgt von Frankfurt, New York und Hongkong (The Economist 9.5.1998). Die führende Rolle hat London seit 1998 noch ausbauen können. Die Konzentration der weltweiten Geschäfte auf wenige Standorte hat die Grossen noch weiter gestärkt, während hinter ihnen mit Frankfurt, Paris oder Zürich der Kampf um die Plätze zu beobachten ist. Auch nach Märkten gibt es gewisse Spezialisierungen. So hat Zürich weltweit in der Vermögensverwaltung und Anlageberatung eine bedeutende Rolle. Die Internationalisierung und Zentralisierung des Marktes zeigt sich auch darin, dass alle grossen Genfer Bankhäuser inzwischen Vertretungen in Zürich haben. Die Bedeutung eines Standortes misst sich auch daran, wie viele Unternehmen des Finanzmarktes es für nötig halten, an einem Standort präsent zu sein. Die Tatsache, dass Markt- und Handelsvolumen sich zunehmend in weltweit wenigen Standorten konzentriert, wird begleitet von einer Auslagerung der Back-Office-Tätigkeiten aus den Metropolen an deren Ränder oder sogar in Län-

der mit niedrigeren Kosten (Call-Center in Irland oder Indien). Die Hauptsitze der Finanzindustrie-Unternehmen und die hochbezahlten und hochqualifizierten Arbeitskräfte werden sich weiterhin in wenigen Zentren ballen. Dabei, so die Voraussage des Economist, werden die erfolgreichen zunehmend auf Kosten der Konkurrenten wachsen: „...today's mainly national centres will be replaced by just a handful of international centres. (...) Some day, the world may contain perhaps only three bis centres. The commoditised businesses are likely to become more concentrated too, but mainly for cost reasons. The biggets winners may be the cities that can attract both sorts of business.“ (The Economist, 9.5.1998).

Die Ebene der Lokalisation der Erstellung eines Produktes ist abhängig von der Art des Produktes: Produkte mit einem geringen Informationsaufwand und klaren Informationen werden in wenigen Zentren „hergestellt“ und aufgrund von Economies of Scale global angeboten. Am anderen Ende finden sich Produkte, die einen hohen Grad an Netzwerkstrukturen und Transaktionen voraussetzen. Sie bleiben an die Region bzw. den Standort gebunden. (Clark, O'Connor 1997, 107f.) Jedes Produkt hat sozusagen seine eigene Geographie. Räumlich betrachtet geht es im Wettbewerb nicht nur um Leben oder Sterben von Standorten, sondern um Grösse und Nischen, um Gewinner und Verlierer.

Wenn es darum geht, Kapital oder Kapitalströme abzuwickeln, werden aufgrund von steuerlichen Vorteilen häufig auch sogenannte Offshore-Standorte gewählt. Einige von ihnen haben eine Grösse erreicht, das man von weltweiter Bedeutung sprechen kann. So wurde, wie oben bereits beschrieben, 50% des Kapitals, das im Laufe der Asienkrise aus dem betroffenen Ländern abgezogen wurde, über Offshore-Plätze abgewickelt. Dank einer schwarzen Liste der OECD wird es unter den Offshore-Plätzen zu Verschiebungen kommen, da einige als „sauber“ gelten, andere aber eine Reputation für Geldwäsche und Steuerhinterziehung haben.

Soweit der Überblick über die erkennbaren weltweiten Veränderungen, die an der Oberfläche zum Teil empirisch sichtbar werden. Wir haben auch einen kleinen Einblick darin, welches die treibenden Kräfte sind, welche Reaktionen ausgelöst wurden und wohin die Entwicklung geht. Bevor auf die Treiber der Entwicklung und die Veränderungen detaillierter eingegangen wird, werden im Kapitel 3 noch die Begriffe und Definitionen geklärt.

### **3 Begriffe und Definitionen**

Zu den Finanzmärkten gehören der Geldmarkt, der Kapital- oder Wertpapiermarkt und der Kreditmarkt. Der Kapitalmarkt ist der Markt für mittel- und langfristige Anlagen (mindestens 1 Jahr) und teilt sich in den Primär- und den Sekundärmarkt. Der Primärmarkt wird auch als Emissionsmarkt bezeichnet, es ist der Markt, an dem Unternehmen sich durch die Ausgabe von Wertpapieren in Form von Aktien oder Obligationen finanzieren. Auf dem Sekundärmarkt werden die Titel an der Börse oder ausserbörslich gehandelt. Dadurch findet laufend eine Bewertung der Gesellschaften statt. Am Geldmarkt werden im Unterschied zum Kapitalmarkt kurzfristige Finanzierungsmittel bereitgestellt. Ihre Laufzeit beträgt bis zu einem Jahr (vgl. Verlag Finanz und Wirtschaft AG 2000, 30). Von dieser Definition des Geld- und Kapitalmarktes über die Fristigkeit wird im folgenden ausgegan-

gen, d.h. betrachtet wird der Kapitalmarkt einschliesslich des Kreditmarktes. Daneben existieren noch der Geldmarkt für den Markt von Geldangebot und –nachfrage und für den Interbankenmarkt (vgl. Hotz-Hart, Mäder, Vock 2000, 475).

Begriffsprobleme tauchen in der Finanzwelt vor allem dann auf, wenn die deutschen und englischen Begriffe auf der organisatorischen Ebene nebeneinander verwendet werden. Unter Anlageberatung wird im allgemeinen die ausschliessliche Beratung eines Kunden in Anlagefragen verstanden, während in der Vermögensverwaltung die gesamten Vermögenswerte von privaten und institutionellen Kunden von einer Bank oder einem Vermögensverwalter aktiv selbst betreut werden (vgl. Verlag Finanz und Wirtschaft AG 2000, 103, 126). Beide Formen werden aber auch unter Private Banking zusammengefasst. Die Vermögensverwaltung wird wiederum manchmal als Asset Management bezeichnet, in der Regel umfasst aber das Asset Management nur die Verwaltung institutioneller Vermögen. Schwierig ist ebenfalls der Begriff des Finanzintermediärs. In der allgemeinen Form fallen darunter auch Banken, weil sie Intermediationsleistungen zwischen Kapitalanbietern und –abnehmern tätigen. Da es zwischen denen, die Geld anlegen wollen, und denen, die es leihen wollen, in der Regel Banken stehen, werden sie auch als Intermediäre bezeichnet, schliesslich treten sie unter diesem Blickwinkel als Vermittler auf (vgl. Samuelson, Nordhaus 1998, 475).

Neben den Banken gibt es Unternehmen, die man als Finanzintermediäre im engeren Sinn bezeichnen kann: Unternehmen, die Kapitalflüsse organisieren und steuern. Über die Banken und Finanzintermediäre im engeren Sinn hinaus sind zudem noch eine Reihe von Unternehmen im Finanzmarkt tätig bzw. haben Einfluss auf diesen: Intermediäre, die mit Informationen und Wissen handeln bzw. diese generieren. Zu ihnen zählen Unternehmensberatungen, Finanzberater, Werbeagenturen, Rechtsanwälte, Versicherungen, kurz, alle Unternehmen, die nötig sind, damit der Kapitalmarkt als Ganzes funktioniert.

Im folgenden werden:

- Banken als Banken und nicht als Finanzintermediäre bezeichnet<sup>1</sup>
- Finanzintermediäre sind nur solche, wenn sie Kapitalströme steuern und organisieren<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Als Banken im Sinne des Gesetzes (BankG Art. 1 Abs. 1) gelten Institute, die

- hauptsächlich im Finanzbereich tätig sind und insbesondere gewerbmässig Publikumseinlagen entgegennehmen oder sich öffentlich zur Annahme fremder Gelder empfehlen
- sich bei nicht konzernverbundenen Banken massgebend refinanzieren, um damit nicht konzernverbundene Dritte zu finanzieren
- Wertpapiere oder Wertrechte fest oder in Kommission übernehmen und öffentlich auf dem Primärmarkt anbieten. (Schweizerische Nationalbank 1997, 15).

<sup>2</sup> Gemäss der Generalklausel in Art. 2 Abs. 3 GwG gelten als **Finanzintermediäre** natürliche oder juristische Personen, die berufsmässig, d.h. gegen Entgelt, fremde Vermögenswerte annehmen oder aufbewahren oder helfen, diese anzulegen oder zu übertragen. Diese Umschreibung entspricht derjenigen in Art. 305ter StGB. Das GwG unterscheidet in bezug auf "berufsmässig" nicht zwischen Haupt- und Nebenerwerb. Insbesondere werden Vermögensverwalter, Kreditvermittler, Wechselstuben, Devisen- und Notenhändler, Anwälte, Notare und Treuhänder, aber auch die Post und die SBB der Aufsicht gemäss GwG unterstellt. **Somit gilt nach dem GwG neu jeder als Finanzintermediär** - und damit automatisch der Bewilligungspflicht unterstellt - der fremdes Vermögen berufsmässig verwaltet. Die reine Beratung in Fragen der Vermögensanlage wird durch das GwG jedoch nicht erfasst. Ausgenommen sind jene Personen, welche ihre Dienstleistungen ausschliesslich gegenüber Finanzintermediären erbringen, die ihrerseits einer spezialgesetzlichen Aufsicht unterstehen, wie

- Alle anderen Unternehmen, die darüber hinaus zum funktionieren des Kapitalmarktes beitragen, werden schlicht als Intermediäre bezeichnet, um sie nicht Informationsintermediäre zu nennen.

## 4 Treiber der Entwicklung

### 4.1 Revolution in der Informationstechnologie

Die Revolution in der Informationstechnologie ermöglicht vielfach völlig neue Geschäftsprozesse, das Internet vertieft und beschleunigt solche Veränderungen. Technologische Entwicklungen haben gesetzliche und physische Barrieren zwischen Wirtschaftsbereichen und Ländern abgebaut. Dies ermöglicht den Marktteilnehmern:

- weltweite Transaktionen in Echtzeit
- Reduktionen der Transaktionskosten durch Automatisierung und ‚Prosuming‘ (Teile des Erstellungsprozesses werden an den Kunden transferiert: Producing und Consuming, z.B. beim Internet-Banking)
- den Einsatz neuer Instrumente für den Zugang, das Management, die Analyse und die Verteilung von Informationen und zum Management von Risiken
- das Verändern existierender und das Schaffen neuer Vertriebskanäle
- den Aufbau und die Nutzung komplexer Finanzprodukte
- neue Service-Leistungen und 24-Stunden-Service
- den Aufbau von Kundenmanagement-Systemen
- das schnelle Sammeln von Daten und den weltweiten Test neuer Produkte.

Es ist sehr wichtig, neue Technologien schnell einzuführen, aber es ist noch wichtiger, erfolgreich alte Systeme zu ersetzen. Häufig ist diese Aufgabe sehr viel schwieriger und sehr zeit- und kostenaufwendig, weil Kompatibilitätsprobleme auftreten. Ein besonderes Problem sind die sogenannten Back-End-Systeme, also die Grundsysteme, auf denen alle Anwendungen laufen. Sie sind in der Regel sehr alt. Die Entwicklung in den letzten Jahren beschränkte sich weitgehend auf Innovationen in den Front-End-Systemen. Sie sind sichtbar und sie sind die Seiten der Informationstechnologie einer Bank, die der Kunde zu sehen bekommt. Effizienzsteigerungen in grösserem Umfang dürften in den nächsten Jahren darin liegen, die Back-End-Systeme zu modernisieren, ein sehr teurer und riskantes Unterfangen. Vor allem möchte kaum jemand der erste sein, der sich mit den Problemen herumschlägt, ein sogenannter „first-mover-disadvantage“.

Mit dem Einsatz neuer Technologien steigen die Produktionskosten, die verstärkte Konkurrenz führt parallel dazu zu sinkenden Margen. Die Eintrittsschwelle für Konkurrenten definiert sich zunehmend an den finanziellen Möglichkeiten und weniger an den Branchenerfahrungen.

---

z.B. Banken und Effektenhändlern. Diese Ausnahme gilt auch gegenüber Personen, welche ihre Dienstleistungen gegenüber ausländischen Finanzintermediären erbringen, sofern letztere einer gleichwertigen Aufsicht im Ausland unterliegen.

Als Resultat der technologischen Revolution im IT-Zeitalter brechen die Banken zunehmend ihr Produktangebot auf und bieten immer neue Produkte an. Diese Produkte sind viel näher an den effektiven Kundenbedürfnissen und auch preiswerter für den Kunden als traditionelle Bankprodukte. Zusätzlich dienen sie auch dem effizienteren Gebrauch der bankseitig gebundenen Ressourcen. Neue Technologien ermöglichen aber nicht nur die Entwicklung und Anpassung von Produkten, sondern auch das Kopieren von Konzepten bei der Konkurrenz.

#### **4.2 Neue Entwicklungen in der Finanztheorie und neue Finanzinstrumente**

Neue Theorien und Verfahren, aber auch die zunehmenden Computerleistungen haben eine Reihe neuer Finanzinstrumente ermöglicht, die vor ein paar Jahren noch nicht denkbar waren. Zum Teil angestossen durch Kundenbedürfnisse, zum wahrscheinlich grösseren Teil aber aus der Forschung und Praxis der Universitäten, Banken und Versicherungen gab es einen Wandel in der Risikoanalyse, -bewertung und -management. Auf dieser Basis wurden Risiken neu bewertet, zum Teil eingegrenzt oder neu berechenbar. Es sind in den letzten Jahren auch Risiken aufgetreten, die Versicherungen oder Banken vor Herausforderungen stellen, wie beispielsweise die reputativen Risiken von Konzernen und Marken.

Neue Instrumente wurden darüber hinaus auch entwickelt für die Portfolioanalyse und -planung sowie die Performanceplanung in der Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Auch der grosse Markt für Derivate hat immer neue Lösungen hervorgebracht. Derivate sind Wetten auf den Kursverlauf von Basiswerten wie etwa Anleihen, Aktien oder Rohstoffe. Sie selbst beruhen auf einer komplexen mathematischen Theorie. Derivate sind ideal geeignet als Instrument zur Umverteilung von Finanzrisiken. Der Risikotransfer selbst ist aber selbst nicht ohne Risiko (Frey, Schmock 2000, 56).

#### **4.3 Liberalisierung (Deregulierung vs. Reregulierung)**

Ein weitere Motor der Veränderungen am Kapitalmarkt ist die Liberalisierung der Kapitalverkehrskontrollen, welches massive Kostensenkungen erlaubt und eine räumliche Ausdehnung der Aktivitäten erleichtert. Der dadurch vereinfachte weltweite Zugang zu Kapital ermöglicht weltweite Finanzlösungen und -produkte sowie schnelle Transfers, was die Weltwirtschaft und den Welthandel beschleunigt, die Internationalisierung im Denken und Handeln der Unternehmen fördert und grenzüberschreitende Skaleneffekte erlaubt. Die Liberalisierung des Kapitalmarktes hat damit einen direkten Einfluss auf die Finanzierung von Unternehmensaktivitäten und auf den Wettbewerb nicht nur zwischen Banken und Finanzdienstleistern.

Die Mexiko- und die Asienkrise haben aber gezeigt, dass die Liberalisierung unerwünschte Effekte hat, wenn bestimmte Handlungen nicht unterbunden werden (können) oder ein offenerer Kapitalmarkt auf unausgereifte Strukturen in weniger entwickelten Ländern trifft bzw. das grosse Kapitalvolumen von Investoren eingesetzt werden können, um gegen die Währungen kleinerer Volkswirtschaften zu spekulieren. Die Krisen haben auch gezeigt, dass bessere internationale Regeln und Rahmenbedingungen notwendig sind, aber auch, dass einige Länder überhaupt erst einmal funktionierende Kontrollstrukturen aufbauen

müssen. In der Asienkrise sind innerhalb kurzer Zeit 100 Milliarden Dollar aus den betroffenen Ländern abgeflossen, in einem ersten Schritt zu 50% in die Industrieländer und zu weiteren 50% in Offshore-Standorte. Dabei haben die Banken eine bedeutende Rolle gespielt (van Wincoop, Yi 2000, 303f.).

Nach der Deregulierung ist es deshalb in einigen Bereichen angezeigt, mit einer sogenannten Reregulierung die Risiken in Grenzen zu halten. Eine Reregulierung wird auch *gegen* Offshore-Plätze gefordert, weil sie Risiken für die weltweite Stabilität bergen und wohl nicht zuletzt, weil sie eine Konkurrenz für die Onshore-Plätze sind.

Neue Regeln werden auch gefordert, um die Macht von multinationalen Unternehmen zu begrenzen, zu denen üblicherweise Konzerne des produzierenden Sektors zählen. Doch werden die weltweit agierenden Banken zunehmend auch zu den multinationalen Unternehmen gerechnet.

Auch die richtige Reihenfolge bei den Liberalisierungsmassnahmen ist auf die politische Tagesordnung gerückt. In diesem Zusammenhang stellt die Weltbank drei Fragen, die auf eine Antwort warten (Weltbank 2000, 44):

- Welche Rolle können Kapitalverkehrskontrollen dabei spielen, die Abhängigkeit von plötzlichen Meinungsänderungen der Portfolio-Investoren auf ein Mindestmass zu reduzieren?
- Ist eine Steuerung der Kapitalflüsse wünschenswert oder überhaupt möglich?
- Und wie leicht können solche Kontrollen angesichts der zunehmenden Anzahl an Transaktionen im internationalen Güter- und Dienstleistungsverkehr umgangen werden?

Die OECD hat ebenfalls eine Reihe von Regeln für multinationale Unternehmen ausgearbeitet: The OECD Guidelines for Multinational Enterprises (<http://www.oecd.org/daf/investment/guidelines/mnetext.htm>).

#### **4.4 Privatisierung von Staatsbetrieben**

Die Privatisierung hat in den letzten Jahren riesige Mengen von Kapital in den Aktienmarkt gelenkt. In einigen Ländern ist die Ausweitung des Aktienkapitals zu einem grossen Teil auf die Privatisierung von Staatsbetrieben zurückzuführen. Dies bot eine einmalige Gelegenheit, breite Bevölkerungsschichten zum Aktien- und Fondskauf zu animieren, weil die Staatsbetriebe einen hohen Bekanntheitsgrad und ein hohes Vertrauen besitzen. Der Prozess dürfte aber in einigen Jahren abgeschlossen sein. Zudem hat die schlechte Performance der Aktien speziell in der Telekommunikations-Branche dazu geführt, dass heute verbreitet Skepsis herrscht und weitere Börsengänge nur noch sehr begrenzt möglich sind bzw. verschoben werden.

#### **4.5 Globalisierung / Internationalisierung**

Die Globalisierung und Internationalisierung der Wirtschaft hat in erster Linie zugenommen durch Erleichterungen im Handel und eine Vergrösserung der Zahl der sogenannten Industrie- und Schwellenländer. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs hat hier aber einen wesentlichen Beitrag leisten können, da weltweite Preisvergleiche und der Abbau von Risiken bei Finanztransfers den Ein- und Verkauf erleichtert haben. Die Effekte

der Liberalisierung wären aber weitaus geringer ausgefallen, wenn neue Technologien hier nicht neue Möglichkeiten geboten hätten.

Die Globalisierung ist auch ein Phänomen innerhalb des Finanzmarktes. Notwendige und mögliche Skaleneffekte, aber auch die notwendige Präsenz in den wichtigsten Wirtschaftszentren der Welt haben den Zusammenschluss zu weltweiten Banken beschleunigt.

Die weltweite Suche nach Investitionsmöglichkeiten und die Zunahme multinationaler Gesellschaften erzeugen einen zusätzlichen Druck auf die Internationalisierung von Banken. Vor diesem Hintergrund ist auch der Kauf ganzer Bankhäuser zu verstehen, die in der Regel dazu dienen, die Präsenz auf einem Markt und/oder einen bestimmten Punkt auf der Lernkurve zu kaufen. Für die eigene Entwicklung und den mühsamen Aufbau von Geschäftsstrukturen und -netzen fehlt schlicht die Zeit. Die Geschwindigkeit im Kopieren von Innovationen ist ein Merkmal von Hyperwettbewerb. Einzelne Kernkompetenzen reichen kaum noch, es braucht einen ganzen Satz von Fähigkeiten und deren schnelle Kombination zu neuen Angeboten. Die letzte Kernkompetenz scheint die Flexibilität zu sein.

Zumeist haben sich bisher verschiedene Banken innerhalb von Staaten zusammengeschlossen, in Zukunft dürften Fusionen über die Grenzen aber zunehmen. In Teilen des Bankgeschäfts, vor allem im Investment-Banking und in der Vermögensverwaltung gab es jedoch bereits eine Vielzahl von weltweiten Aufkäufen. Diese hatten und haben sogar explizit das Ziel, Marktanteile oder den Marktzugang in wichtigen Märkten jenseits des Grenzen zu kaufen.

Den globalisierten Finanzmärkten stehen stark fragmentierte, national ausgerichtete Rechtsräume gegenüber. Die technologiegetriebene Globalisierung der Finanzmärkte vermindert die Macht der nationalen Behörden im Bereich der Bankenaufsicht. Deshalb seien mehr denn je Effizienz im Bankenmanagement, Marktdisziplin und harmonisierte aufsichtsrechtliche Massnahmen gefordert. (vgl. auch 6.4 „Druck zur internationalen Harmonisierung“). Weiterhin stellt auch das E-Business Fragen an die Anwendbarkeit nationalen Rechts.

Die viel zitierten globalen Unternehmen haben Standorte in vielen Ländern, die Entscheidungen fallen aber immer noch zum überwiegenden Teil in den „Heimatländern“. Der Internationalisierungsgrad im Management und in den Belegschaften, hinsichtlich Eigentümerstatus und Kapitalzusammensetzung, wies bei allen Unternehmen auf dominante nationale Verankerungen hin, das galt auch für die meisten Multis bei Umsatz und Produktionsstandorten und der Lokalisation von Forschung und Entwicklung (Schmidt 1998, 144 in Bezug auf eine Studie von Ruigrok, van Tulder).

Hinter der Globalisierung steht auch ein finanzpolitisches Netzwerk, das massiv auf die fortschreitende Liberalisierung der weltweiten Kapital- und Finanzmärkte drängt und damit seine Geschäftsaussichten nachhaltig steigert. Dieses Netzwerk, auch als „Wall Street-Treasury complex“ bezeichnet, umfasst neben den Investmentbanken so wichtige Institutionen wie den Weltwährungsfond, die Weltbank und das Finanzministerium der USA, die durch enge personelle Verflechtungen gekennzeichnet sind (vgl. Bhagwati in Hirsch-Kreinsen 1998, 214).

#### **4.6 Das Shareholder-Value-Paradigma**

Viele der Veränderungen in der Wirtschaft werden von Shareholdern ausgelöst. Am Aktienmarkt gelistete Unternehmen überarbeiten ihre Strategien oder reorganisieren ihre Prozesse oft mit dem Blickwinkel auf die Profitabilität. Investoren erwarten aber nicht nur passiv höhere Renditen, sondern sie üben zu diesem Zweck aktiv Einfluss auf die Entscheidungen des Managements aus. Grossaktionäre versuchen, in die Aufsichtsräte gewählt zu werden und üben dazu Druck aus. Immer häufiger stehen sich die Interessen der Aktionäre und des Managements einander gegenüber; vereinzelt kommt es auch schon zu Interessenkonflikten zwischen verschiedenen Aktionärsgruppen. Unterschiedliche Interessen zwischen Aktionären oder zwischen Management und Aktionären hat es sicher früher auch gegeben, nur heute werden sie zunehmend artikuliert und auch ausgefochten. Hierin kommt der Wertewandel zum Ausdruck, aber auch die Veränderung der Aktionärsstruktur in Richtung höhere Anteile institutioneller Anleger. Die früher stärker gestreuten Anleger werden heute professioneller, gebündelter und aktiver vertreten.

Es ist daher kein Wunder, dass die Rendite in vielen Unternehmen zum entscheidenden Faktor geworden ist und Konzepte wie Value-Based-Management auf dem Vormarsch sind. Neue Geschäftsmodelle sind stärker renditeorientiert, getrieben vom Drang zu einem höheren Unternehmenswert, von Stock-Options und Quartalsabschlüssen.

In den letzten Jahren setzt sich zunehmend eine realistischere Sicht des Shareholder-Value durch, angelegt auf den Erhalt und die langfristige Profitabilität des Unternehmens. Damit rücken die Interessen anderer Gruppen wie Mitarbeiter oder die Öffentlichkeit ins Blickfeld der Shareholder. Der ausschliessliche Blick auf die Rendite eines Unternehmen scheint der Rendite nicht so gut zu tun.

Insgesamt kommt es aber zu einer Vermarktlichung der Steuerungsprozesse von Unternehmen, d.h. eine Veränderung bisheriger Formen der Corporate Governance, in dem sich Managemententscheidungen und Unternehmensstrategien verstärkt an den Interessen von Kapitalgebern und den von diesen auf dem Kapitalmarkt bestimmten Preisen für Anlagekapital orientieren (Hirsch-Kreinsen 1998, 196). Dabei wird der Unternehmenswert auf der Grundlage von Kennziffern, Einschätzungen und Meinungen von Analysten zur Situation und den Zukunftsperspektiven eines Unternehmens geschätzt. Der Unternehmenswert wird grundsätzlich aus dem Aktienwert eines Unternehmens abgeleitet, wobei von der Annahme ausgegangen wird, die Aktienmärkte würden tatsächlich den Wert von Unternehmen widerspiegeln, also mehr als die Summe der Einschätzungen und Vermutungen über die Zukunft von Unternehmen. Das Problem am Shareholder-Value-Konzept ist also weniger eine unterstellte strategische Kurzsichtigkeit als der Versuch, die Zukunft zu berechnen, und das auf der Basis unsicherer und Moden unterworfenen Informationen und Vorstellungen. Unabhängig davon wirken sich solche Strategien bestimmen solche Konzepte natürlich den Einfluss des Kapitalmarktes auf die Unternehmensentscheidungen, denn entscheidend ist auch hier nicht die Realität, sondern die Vorstellungen davon. Das Shareholder-Value-Konzept hat auf Unternehmen konkrete Auswirkungen (vgl. Hirsch-Kreinsen 1998, 202ff.): Durchgesetzt wird die Rückbindung an Renditekriterien durch einen fast alltäglichen Einfluss von Analysten und Fondsmanagern als Vertreter von Grossanlegern und Investment-

banken, mit dem die Managementautonomie eingeschränkt wird. Wichtige Instrumente der Durchsetzung von Anlegervorstellungen sind sogenannte One-to-Ones von Analysten mit den jeweiligen Finanzvorständen. Umgekehrt sehen sich Unternehmensvorstände zu Road-Shows genötigt, um Analysten und Anlegern ihre Strategie und die damit verbundenen Renditeerwartungen vorzutragen.

Das Kerngeschäft, in denen die Kernkompetenzen eines Unternehmens liegen, hat die höchsten Renditeaussichten, und wird deshalb auf Kosten aller anderen Unternehmensteile ausgebaut, unter Umständen auch, wenn letztere Gewinn machen. Das Nicht-Kerngeschäft wird geschlossen, abgebaut oder verkauft. Die Frage, wo das Kerngeschäft liegt, ist allerdings oft nur schwer zu beantworten.

Probleme gibt es aber in der Durchsetzung des Shareholder-Value-Konzeptes, denn die Kapitalmarkterfordernisse und deren Folgen sind nicht in jedem Unternehmen so einfach zu realisieren. Oft sträuben sich auch zu Recht die davon Betroffenen, da die Logik des Konzeptes ausserhalb des Managements und des Kapitalmarktes nur schwer zugänglich ist. Zudem zeigen eine Reihe sehr erfolgreicher und hochrentabler Konglomerate, denn eine Beschränkung auf die Kernkompetenzen kann Synergien und Kulturen sowie andere wichtige Voraussetzungen für den Unternehmenserfolg zerstören.

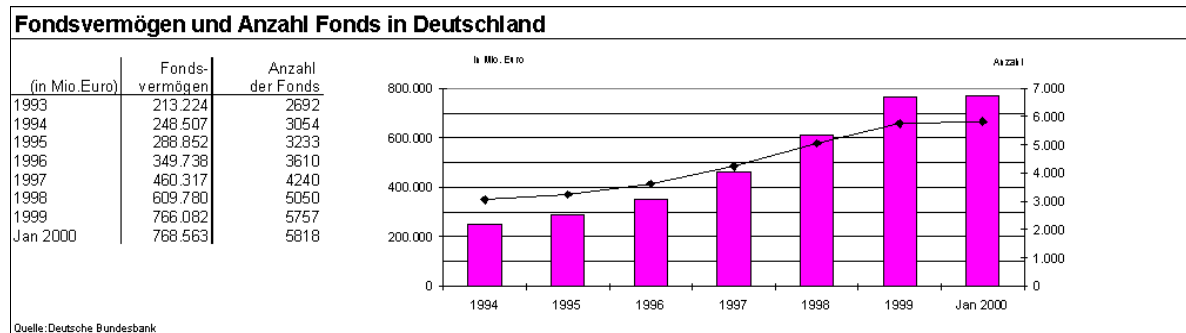
Abschwächend sei darauf hingewiesen, dass Shareholder-Value bis zu einem gewissen Grad eine Rolle ist, die vom Management gegenüber dem Kapitalmarkt gespielt wird, denn es wird natürlich alles versucht, die Eigenständigkeit des Management zu erhalten. Umgekehrt werden dann Arbeitsplatzabbau oder andere Restrukturierungen mit dem Shareholder-Value gerechtfertigt. In Europa sind überdies die Eigentumsstrukturen noch stark von Banken, Grossunternehmen und Versicherungen geprägt, was der Vermarktlichung der Steuerungsprozesse in Unternehmen Grenzen setzt. Eine Annäherung an die angelsächsischen Gepflogenheiten ist allerdings beobachtbar.

#### **4.7 Wertewandel bei den Kunden**

Die Kunden machen einen Wertewandel durch und verändern damit ihre Einstellung zu Geld und damit auch ihr Verhalten im Kapitalmarkt. Einerseits haben die Kunden die erstaunliche Entwicklung der Aktienmärkte in den letzten Jahren wahrgenommen und wollen daran teilhaben, andererseits haben die Banken ihre Kunden von einer Anlage ihres Vermögens in Aktion oder Fonds überzeugen können. Neben den „alten“ Kunden, die ihre Einstellung verändert haben, sind es die neuen Kundengenerationen, die am Markt anders auftreten. Dem wahrgenommenen Wertewandel unterliegt damit ein Wandel in der Kundenstruktur. Viele der neuen Kunden gehören zur Erbgeneration, sie haben mithin oft grosse Summen, die angelegt werden müssen; sie haben in der Regel auch eine andere Einstellung zum Geld und zum Risiko. Sie sind bereit, ein Teil ihres Vermögens einem höheren Risiko auszusetzen, wenn im Vergleich zum klassischen Sparbuch eine höhere Rendite winkt. So ist beispielsweise die deutsche Postbank, deren Kundenstruktur hauptsächlich Kleinkunden umfasst, von der Nachfrage nach ihren auf Kleinsparer zugeschnittenen Aktien- und Obligationenfonds (Einstiegskapital: 5.000 DM) förmlich überrollt worden.

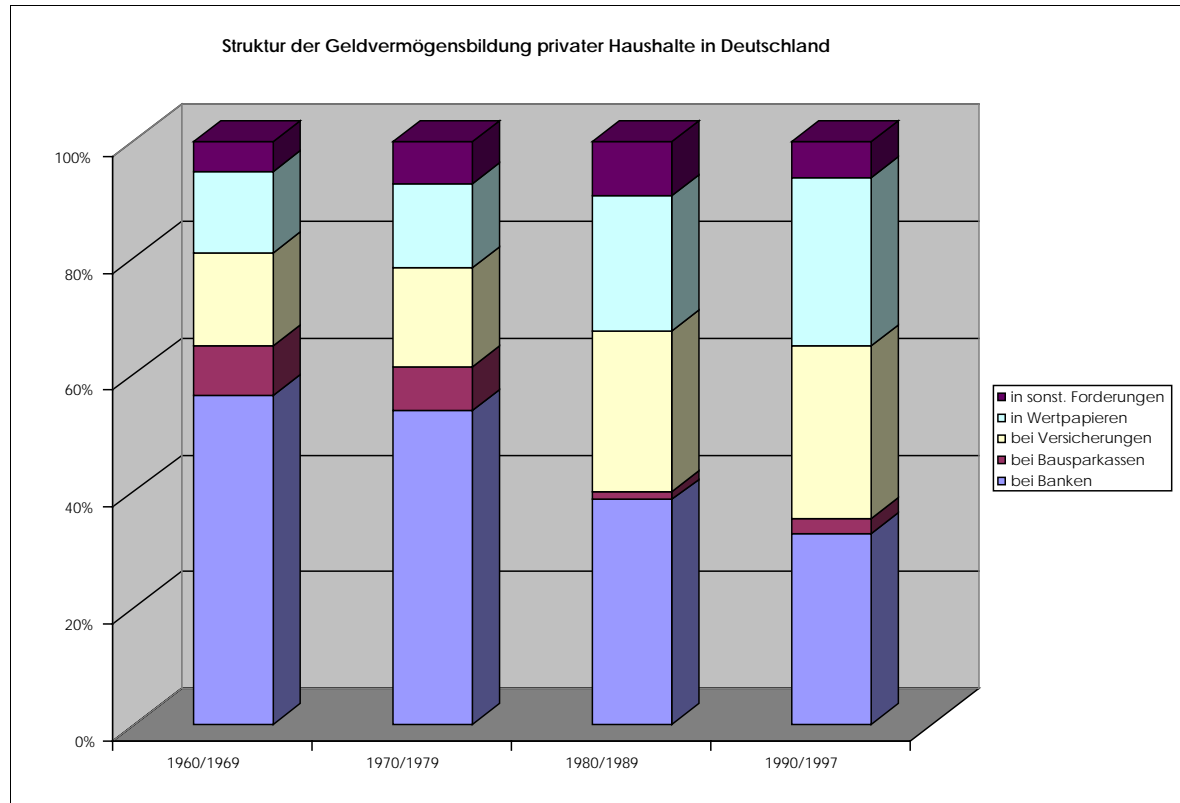


**Abbildung 4-1: Fondsvermögen und Anzahl Fonds in Deutschland**



Quelle: [www.finanplatz.de](http://www.finanplatz.de)

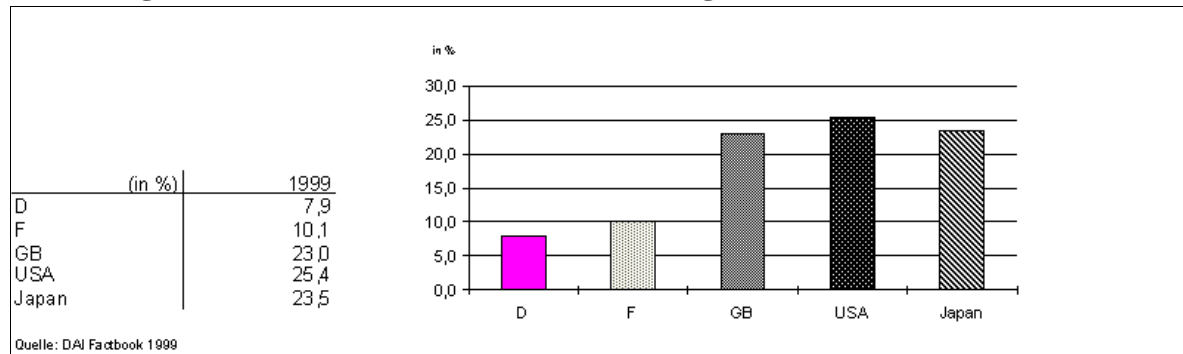
**Abbildung 4-2: Struktur der Geldvermögensbildung privater Haushalte in Deutschland**



Aber auch Kunden, die nicht zur Erbgeneration gehören, sind heute besser informiert, sie wollen mehr Rendite und sind dafür bereit, kalkulierte Risiken in Kauf zu nehmen. Sie wechseln vom traditionellen Sparbuch zu Aktien und Fonds. Standardisierte Fondsprodukte, niedrige Zutrittsschwellen, massive Marketingaktivitäten, die rasante Aktienentwicklung Anfang der 90er Jahre und der Börsengang grosser, ehemals staatlicher Unternehmen (z.B. Telekom) haben dazu beigetragen, diese Entwicklung bis in unterste Kundenschichten auszudehnen.

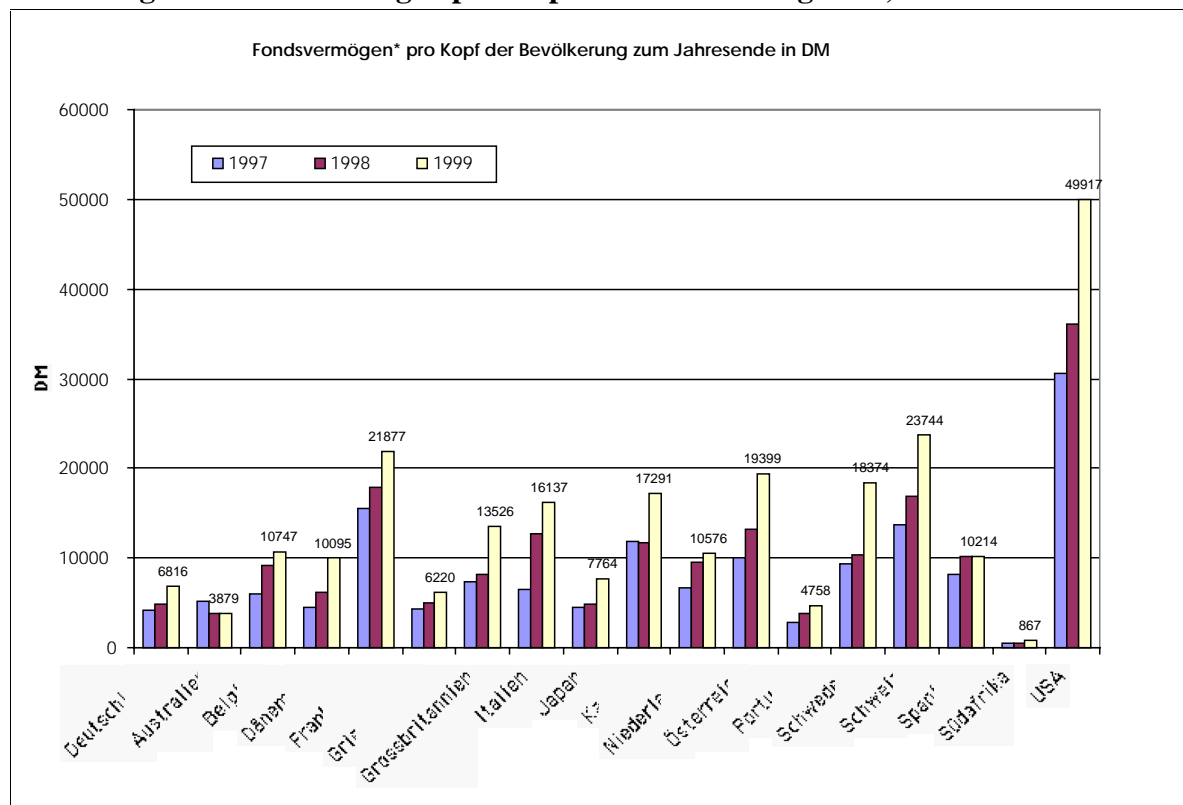
Wieviel Potential in diesem Markt noch verborgen liegt, zeigt der Aktionärsanteil an der Bevölkerung verschiedener OECD-Staaten. Sicher werden kulturelle Unterschiede und (steuer-)rechtliche Rahmenbedingungen nicht überall einen hohen Aktienanteil ermöglichen; doch ist in einigen Ländern das Ende der Fahnenstange sicher nicht erreicht.

**Abbildung 4-3: Aktionärsanteil an der Bevölkerung verschiedener OECD-Staaten**



Quelle: www.finanplatz.de

**Abbildung 4-4: Fondsvermögen pro Kopf der Bevölkerung 1997, 1998 und 1999**



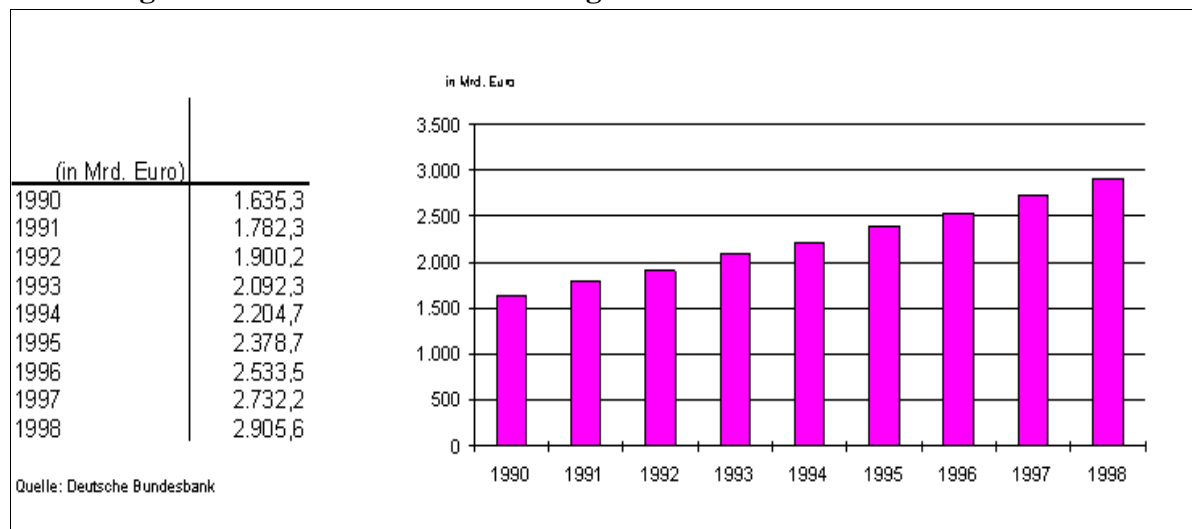
Quelle: Bundesverband deutscher Investment-Gesellschaften e.V.

#### 4.8 Demographischer Wandel

Der Wiederaufbau und die stürmische Wirtschaftsentwicklung in Europa nach dem zweiten Weltkrieg haben ein sehr hohes Mass an materiellem Wohlstand geschaffen. Das in dieser

Zeit gesparte Kapital wird in dieser und in der nächsten Generation vererbt: eine sogenannte Erbgeneration ist entstanden. Schätzungen für Deutschland gehen davon aus, dass allein zwischen 1997 und 2002 ca. eine Billion Euro vererbt werden. Die Bundesbank schätzt den Wert des reinen Erbvolumens ohne Vermögensübertragungen auf 200-250 Mrd. DM pro Jahr (Bundesbank 1999, 35). Zudem sucht Kapital aus Pensionsfonds nach guten Anlagemöglichkeiten, und gelangt, auch hier findet ein Wertewandel statt, in den Kapitalmarkt. Durch entsprechende Aktiensparpläne wird der Kapitalfluss in Beteiligungen zu einem guten Teil verstetigt. Im Jahr 2000 haben schon 9% der Bundesbürger Geld in Aktien angelegt, vier Jahre vorher waren es nur 5% (www.mediaspiegel.de/medserv/pdf/mm\_medianotes\_3\_00.pdf).

**Abbildung 4-5: Wachstum des Geldvermögens in Deutschland**



Quelle: www.finanzplatz.de

Der zunehmende Altersdurchschnitt der Bevölkerung in den meisten Industrieländern hat Auswirkungen auf das Rentensystem. Einer sinkenden Zahl von Beitragsleistern steht eine zunehmende Zahl von Renten- und Pensionsbeziehern gegenüber. Dies macht in vielen Ländern einen Umbau des Rentensystems in Richtung auf einen höheren Anteil privater Altersvorsorge nötig. Die in diese Vorsorge fließenden Mittel werden zudem immer stärker renditeorientiert im Kapitalmarkt platziert. Renten- und Pensionsfonds sind in der Folge zu den wichtigsten institutionellen Anlegern geworden.

Der Wert der weltweiten Vermögensbestände für die Altersvorsorge stieg von 6 Billionen US-Dollar im Jahre 1992 auf 9,7 Billionen US-Dollar im Jahre 1997. Für das Jahr 2002 schätzt die Weltbank die weltweiten Bestände auf 13,7 Billionen US-Dollar. Für diese Ressourcen wird zukünftig weltweit dynamisch nach hohen Renditemöglichkeiten gesucht werden (Weltbank 2000, 42).

Der tatsächliche Wandel wird in Zukunft bestimmt von

- der Quote der Abhängigen von Haushaltsrücklagen, dem Alter, in dem die Menschen in den Ruhestand gehen, und den Leistungen der Sozialversicherungssysteme.

- den Sozialversicherungssystemen in den Industrieländern, die nach dem Umlageverfahren funktionieren, wird in den nächsten zwei bis drei Jahrzehnten das Geld ausgehen, wenn die Regierungen nicht die Ausstattung mit Finanzmitteln erhöhen, die Leistungen senken und das Renteneintrittsalter beibehalten oder erhöhen.
- Die Gesamtkosten, die in den nächsten 30 Jahren für die Zahlung von Altersruhegeldern und die medizinische Versorgung der älteren Bevölkerung anfallen werden, belaufen sich schätzungsweise auf 64 Billionen US-Dollar.

## 5 Rahmenbedingungen des Finanzmarktes

### 5.1 Die Notwendigkeit von Regulierungen

Die genannten wesentlichen Treiber im Kapitalmarkt dehnen diesen aus, erlauben neue Geschäfte, ziehen neue Verbindungen, erzeugen Gewinner und Verlierer sowohl unter Kapitalmarktakteuren als auch unter Produktions- und Dienstleistungsunternehmen sowie den Standorten und Regionen. Aber alles Wachstum hat seine natürlichen Grenzen. Natürliche Lösungen sind aber nicht immer human und verträglich, deshalb benötigen viele Systeme künstliche Grenzen. Solche Grenzen, natürliche und künstliche, sind die sogenannten Rahmenbedingungen. Sie sind weltweit mehr oder weniger einheitlich, wenn es um systeminterne Regeln geht, die technisch, prozessual oder organisatorisch bedingt sind. Ein Teil der Regeln wurde aus einzelnen nationalen Rechtssystemen abgeleitet und per Vertrag auf die Marktteilnehmer ausgedehnt oder von internationalen Organisationen empfohlen. Ein explizites internationales Recht, das den Finanzmarkt weltweit reguliert, existiert allerdings nicht. Es ist weltweiter Konsens, dass es Regeln geben muss, würde doch ein schrankenloses Finanzsystem fast allen Beteiligten schaden. Über den Umfang und die Tiefe der Regeln gibt es allerdings unterschiedliche Auffassungen, die theoretisch und/oder politisch abgeleitet werden. Nicht zuletzt existieren in den verschiedenen Staaten voneinander abweichende rechtliche Regelungen, die sich international als Standortvor- oder -nachteile abbilden. Darunter fallen auch Regelungen, die den nationalen Teilnehmern am internationalen Markt Vorteile verschaffen sollen und die deshalb von den Konkurrenten nicht gern gesehen werden. Auch können solche Vorteile die Stabilität des Finanzmarktes insgesamt gefährden.

Weltweit müssten sich die Banken auf ein gemeinsames Paket an Richtlinien einigen, um eine regulative Arbitrage zu verhindern. Prof. Heinz Zimmermann von der Universität St. Gallen fordert eine funktionale oder prozessorientierte Finanzmarktaufsicht, auch um Finanzkonglomerate besser beaufsichtigen zu können. Er lehnt das Schaffen einer internationalen Superbehörde ab, weil es grosse Risiken birgt, falls es zu einer Fehlregulierung kommt. [10-12]Aber auch die Bankenaufsicht arbeitet mit Modellen, also mehr oder weniger guten Annäherungen an die Wirklichkeit. das birgt ein gewisses Risiko, da Banken dazu tendieren, die Modellrisiken an die Regulatoren zu delegieren.

#### **global**

Der Transfer von Kapital zwischen den Staaten und über grosse Entfernungen findet heute kaum noch politische oder technische Grenzen. Limitierende Faktoren sind derzeit vor

allem der technische Entwicklungsstand eines Landes, die Zahl und Qualität geeigneter Fachkräfte sowie das international unterschiedliche Vertrauen, welches dazu führen kann und auch schon geführt hat, dass bei sonst ähnlichen Bedingungen Kapital aus einem Land abgezogen wird und aus einem anderen nicht. Ansonsten werden die Rahmenbedingungen überwiegend von den grossen Börsen und weltweit agierenden Banken vorgegeben. Sie setzen technische Standards durch und versuchen durch aktiven Lobbyismus die Regeln zu beeinflussen. Daneben gibt es Vorgaben und Empfehlungen von supranationalen Organisationen wie der Weltbank oder dem Internationalen Währungsfond.

### **national**

Auf nationaler Ebene existieren von Staat zu Staat unterschiedliche Rahmenbedingungen, die geformt werden durch die Politik und das Rechtssystem. In den Gesetzen, die den Finanzmarkt regeln, finden sich einzelne Worte und Sätze, die mehr Einfluss auf die Konstanz oder die Veränderung des nationalen Kapitalmarktes haben können als die technische Entwicklung. Zu ihnen gehören neben der Festlegung von Steuern vor allem Festsetzungen wie das Schweizer Bankgeheimnis.

Aber auch indirekt wirkende Schranken wie beispielsweise im Kartellrecht können den Kapitalmarkt entscheidend beeinflussen.

Die nationale Regeln wie zum Beispiel das Bankkundengeheimnis, die Steuerfreiheit bestimmter Kapitalerträgen können entscheidend die Struktur und Performance des Finanzsystems eines Landes beeinflussen, unter Umständen sogar stärker als alle anderen weltweiten Rahmenbedingungen. Für die Wirkungen des Finanzmarktes ist es eine offene Frage, ob die Regulationen nicht wichtiger sind als die strukturellen und technischen Veränderungen des Marktes selbst.

## **5.2 Druck zur internationalen Harmonisierung**

Vertrauen, Risiken und die riesige Menge an Kapital verlangen exakte und streng kontrollierte Regeln. darüber hinaus hat die Asienkrise gezeigt, dass eine Deregulierung Grenzen hat. Es ist eine offene Frage, ob die Veränderung internationaler Marktbedingungen oder die Veränderung bzw. Beibehaltung staatlicher Regulierungen der entscheidende Faktor für eine positive Entwicklung sind. Im Fall Schweiz zeigt die aktuelle Diskussion des Bankgeheimnisses, wie wichtig staatliche Regulierungen sein können. Eine Änderung der Regeln kann das Geschäft total verändern. Es zeigt aber auch, wie wichtig es ist, international einheitliche Regeln zu haben. Isolierte nationale Lösungen werden nicht mehr effizient sein, denn auch die Offshore-Standorte sehen sich zunehmendem Druck ausgesetzt, internationale Regeln zur Eindämmung von Steuerhinterziehung und Geldwäsche zu unterschreiben und umzusetzen.

## **5.3 Compliance-Anforderungen**

Unter dem Begriff Compliance werden Strategien für das ordnungsgemässe Verhalten im Einklang mit geltenden Spielregeln verstanden (von: „to comply with“ = einhalten, erfüllen). Es geht aber nicht nur um die Einhaltung von Gesetzen, sondern auch um die Einhaltung von Regeln im weitesten Sinne. Compliance enthält damit eine ethische Dimension,

die sich mit den Wertvorstellungen in der Gesellschaft wandeln können. Oft wird darunter das Vermeiden und Verhindern von Geldwäsche und anderer Tätigkeiten am Rande der Legalität verstanden, doch diese Bedeutung ist zu eng. Vielmehr sorgt das Compliance dafür, dass alle Regeln, Regulierungen und Gesetze eingehalten werden; in den Blickpunkt gerückt ist dieser Teil des Finanzgeschäfts durch die Ausdehnung und zunehmende Komplexität der Bank- und Börsengesetzgebung sowie insbesondere durch die in der Folge der Globalisierung zunehmenden internationalen Regeln und zwischenstaatliche Unterschiede in den Gesetzen. Hierzu zählt zunehmend das sogenannte soft law, d.h. Regelungen und Richtlinien internationaler Organisationen, die zwar rechtlich nicht verbindlich sind, aber im Zuge der weltweiten Harmonisierung im Rahmen einer weitgefassten Finanzmarktaufsicht bedeutendes Gewicht haben. Wer international wettbewerbsfähig sein will, passt sich den Compliance-Anforderungen an. Das Compliance-Management bildet heute einen Teil des Risk-Managements und hat im Kern die Aufgabe, regulatorische (Legal risk) und Ruf Risiken (Reputation risk) zu erkennen und zu vermeiden (Roth 2000, 19).

Entscheidend ist das Compliance auch unter PR- und Image-Gesichtspunkten, denn Fehler in der Einhaltung von Regeln können das Image schwer beschädigen. Angesichts einer dem Kapital und seiner Rolle in der Weltwirtschaft immer kritischer gegenüber stehenden Öffentlichkeit bestehen reputative Risiken und damit hier Handlungsbedarf. Es haben sich bereits international und in vielen Ländern Organisationen gebildet, die ähnlich den Umweltorganisationen gegenüber der chemischen Industrie, den Banken und Finanzdienstleistern auf die Finger schauen und die Einhaltung und Verschärfung internationaler Regeln fordern.

## **6 Wirkungen auf der Marktebene**

Die Treiber der Entwicklung des internationalen Finanzmarktes und dessen Rahmenbedingungen haben zu einer Reihe von Effekten im Kapitalmarkt geführt. Sie werden im folgenden zusammenzutragen versucht, wobei diese Zusammenstellung nur auf einer relativ groben Ebene vollständig bleibt. Natürlich ziehen sich die Wirkungen bis in die untersten Arbeitsanweisungen innerhalb der beteiligten Unternehmen hin. Hier bot sich oft die Gelegenheit, die Prozesse völlig zu überdenken und viele Unternehmen haben dies auch getan, bis hin zur Formulierung völlig neuer Geschäftsmodelle.

### **6.1 Sinkende Transaktionskosten und Innovationen**

Die neuen technischen Möglichkeiten erlauben Skalenerträge in für der Branche bisher unbekannter Grössenordnung. So erlaubt das Internet für einzelne Transaktionen einen Kostensenkungsfaktor von 100. Umgekehrt steigen die Fixkosten durch teure Hardware, Software oder Internetportale, so dass bestimmte Leistungen nur noch ab einer bestimmten Masse rentabel sind. Beispielsweise ist es für kleine Banken nicht mehr rentabel, nur wenige Filialen zu betreiben. So können alle Leistungen nur noch von grossen Anbietern erzeugt werden, ansonsten findet eine Spezialisierung statt.

Innovationen treiben die Konzentration und Spezialisierung an. Noch vor Jahren wurden in der Regel einzelne Prozesse verändert bzw. kamen hinzu, heute und in Zukunft wird es Veränderungen ganzer Transaktionssysteme geben, eine Entwicklung, die im Zahlungsverkehr schon eingesetzt hat. Wie in anderen Branchen auch führen Innovationen einerseits zu Einsparungen bei Beschäftigten, andererseits ermöglichen Innovationen den Aufbau völlig neuer Geschäftsfelder, bei denen neues Personal benötigt wird. Inwieweit neue Arbeitsplätze den Verlust alter aufwiegen, lässt sich heute nicht beurteilen.

## **6.2 Neue Kunden**

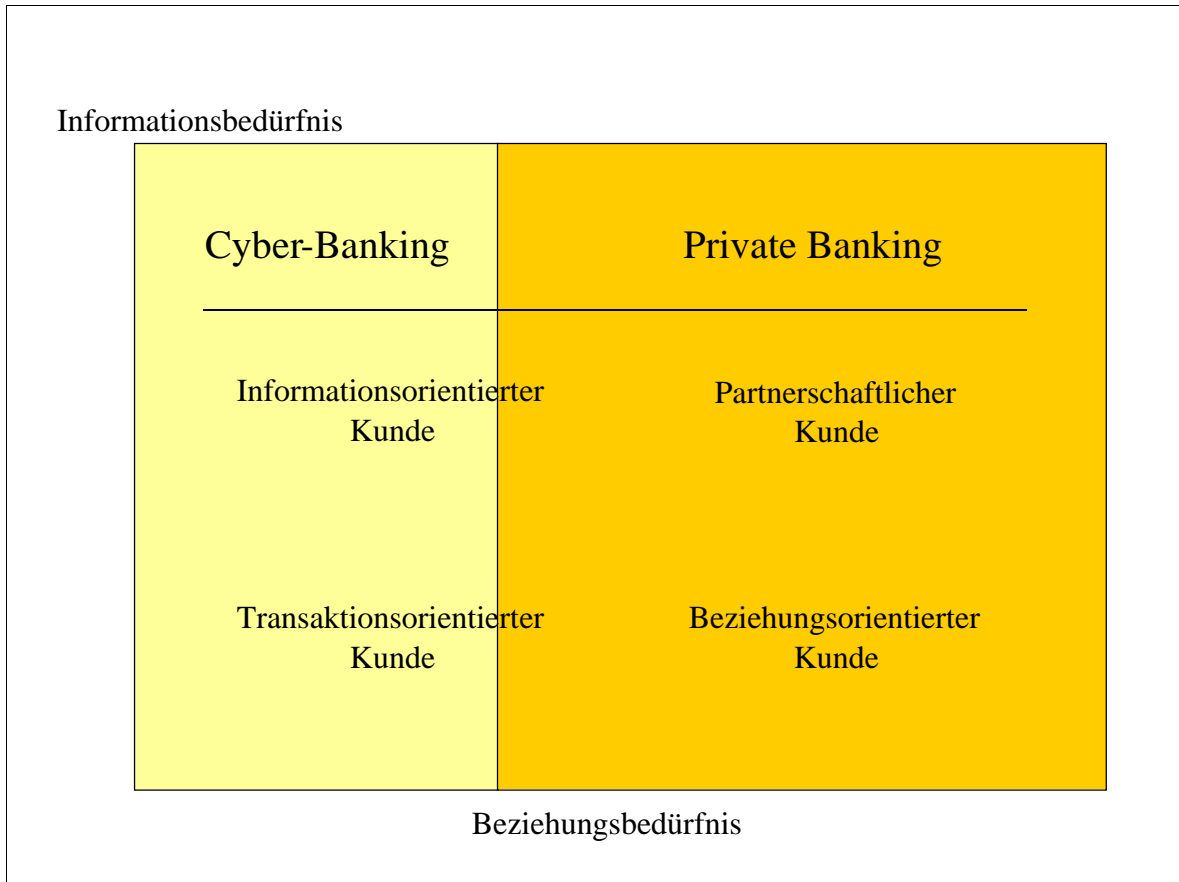
Die Kunden werden je länger desto weniger Loyalität gegenüber ihrer Bank zeigen. Die Schwelle für einen Wechsel des Anbieters sinkt in der Finanzbranche. Die früher einmal persönliche Beziehung zur Bank zumeist über den Mitarbeiter am Schalter löst sich langsam auf. Nur noch spezielle, sehr serviceintensive Segmente wie Teile der Anlageberatung und Vermögensverwaltung werden eine hohe Kundenbindung haben, weil sie eine Vertrauensbeziehung voraussetzen. Das Beziehungsmanagement zum Kunden wird zur wichtigsten Größe neben den Produkten und der Effektivität, bei denen eine hohe Qualität vom Kunden schlicht vorausgesetzt wird.

Insgesamt wandelt sich der Markt von einem produktorientierten Verkäufer- zum kundenorientierten Käufermarkt. Der Fokus liegt damit nicht mehr auf dem Verkauf und der optimalen Gestaltung von Produkten, sondern stärker auf der Befriedigung der spezifischen Kundenbedürfnisse, d.h. von Einzelprodukten zum kundenorientiert optimalem Mix von Produkten. Zudem verschärft sich bei steigenden Produktionskosten und gleichzeitigem Margendruck der Preiswettbewerb.

Die Anlagekunden teilen sich entsprechend der neuen Kundenstruktur (Erbengeneration, „Neue Reiche“) und den technologischen Möglichkeiten nach den beiden Dimensionen Informations- und Beziehungsbedürfnis in vier Gruppen (vgl. Abbildung XX). Kunden mit hohem Informationsbedürfnis und geringem Beziehungsbedürfnis werden als informationsorientiert bezeichnet. Falls auch das Informationsbedürfnis klein ist, spricht man von transaktionsorientierten Kunden, die nur an der Abwicklung einer Transaktion interessiert sind. Ist das dagegen das Beziehungsbedürfnis hoch, jedoch nicht der Informationsbedarf, spricht man von beziehungsorientierten Kunden, den klassischen Anlagekunden. Sobald solche Kunden jedoch auch ein hohes Informationsbedürfnis haben, bezeichnet man sie als partnerschaftliche Kunden.

Die Voraussetzungen für die Wettbewerbsfähigkeit sind Professionalität, Technologiekompetenz, risikogerechtes Verhalten und effektives Beziehungsmanagement.

**Abbildung 6-1: Kundensegmente im Private Banking (Anlageberatung)**



### 6.3 Servicequalität

Die ursprünglichen Wettbewerbsvorteile Angebot, Qualität und Wissen verlieren an Bedeutung. Die Produkte der verschiedenen Anbieter werden immer homogener. Nachhaltige Wettbewerbsvorteile sind mit den ursprünglichen Kriterien Angebot, Qualität und Wissen kaum mehr zu erringen. Die Produkte, die Angebotspaletten, das Qualitätsniveau und das verfügbare Wissen der Mitarbeiter gleichen sich sehr stark. Erfolgreiche Produktinnovationen werden sofort kopiert und entstehende Wettbewerbsvorteile eines Konkurrenten durch die Mitbewerber grösstenteils neutralisiert.

Der Erfolg wird immer mehr von den immateriellen Aspekten bestimmt. Dies führt zu hohen Anforderungen an die Servicequalität. Sie ist am schwersten zu kopieren und nicht einfach nachzuahmen. Der Kunde kann nur gewonnen werden und gehalten werden, wenn die Servicequalität stimmt. Folgende Faktoren bestimmen in erster Linie diesen Wettbewerbsvorteil:

- **Geschwindigkeit.** Die Bearbeitungsgeschwindigkeit muss den Kundenbedürfnissen angepasst werden. Die Aufträge des Kunden müssen schnell verarbeitet werden, die Reaktionszeit des Systems muss klein sein.
- **Fehlerquote.** Der Kunde setzt die marktübliche Qualität als Minimum voraus.

- **Flexibilität.** Die Servicequalität beinhaltet neben der bedürfnisgerechten Verkaufsabwicklung und der optimalen Gestaltung der Produkte auch die Befriedigung spezifischer Kundenbedürfnisse, d.h. von Einzelprodukten zum kundenorientiert optimalen Mix von Produkten.
- **Zusatzdienstleistungen.** Hierunter sind sowohl Verbesserungen der bestehenden Dienstleistungen zu verstehen, als auch neue, sinnvolle Kombinationen mit Komplementärprodukten usw. (24-Stunden-Service, Kombiprodukte aus Finanz- und Versicherungsdienstleistungen. Der Kunde der Zukunft verlangt überall und zu jeder Zeit den gewohnten Service. Die Konsequenz ist die Implementierung neuer Vertriebswege und -arten. Telefon Service Center, Home Banking, Video Transaktionen sind nur einige Beispiele für neue Kommunikationsmittel.

Die kritischen Erfolgsfaktoren der Zukunft sind Servicequalität, die Verfügbarkeit, Kontinuität und Kompetenz der Beratung, die Informationsqualität und die gesamtheitliche Beratung.

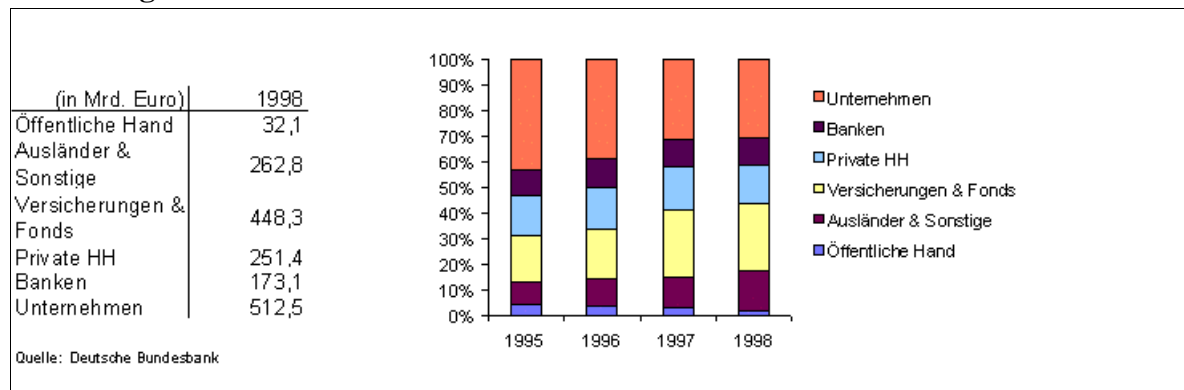
#### **6.4 Wachstum im Aktienmarkt**

Der bemerkenswerteste Wandel im Kapitalmarkt hat sich durch das Wachstum im Aktienmarkt ergeben, ausgelöst durch das grössere Gewicht von Aktien in den Portfolios von institutionellen Anlegern, die hohe Nachfrage für Aktientransaktionen durch die Zunahme von Fusionen und Übernahmen und die zusätzlichen Aktienvolumen durch die Privatisierung staatlicher Unternehmen. Hieraus resultiert auch der wachsende Bedarf im Handel mit Risiken, was den Derivate-Markt zusätzlich anheizt. Ob die Zunahme an Derivaten den Kapitalmarkt eher stabilisiert oder destabilisiert ist eine anhaltende und offene Diskussion. Die allgemeinen Markttendenzen werden bestimmt von einer wachsende Konzentration von Anteilsbesitz und die zunehmende Bedeutung institutioneller Investoren. Auch wenn der Aktienmarkt wertmässig im Jahr 2001 wieder zusammengebrochen ist, so ändert das nichts an der Tendenz, dass sich Unternehmen immer mehr über den Kapitalmarkt finanzieren. Je nach Marktlage werden sie das in Form von Aktien oder Eigenkapital tun.

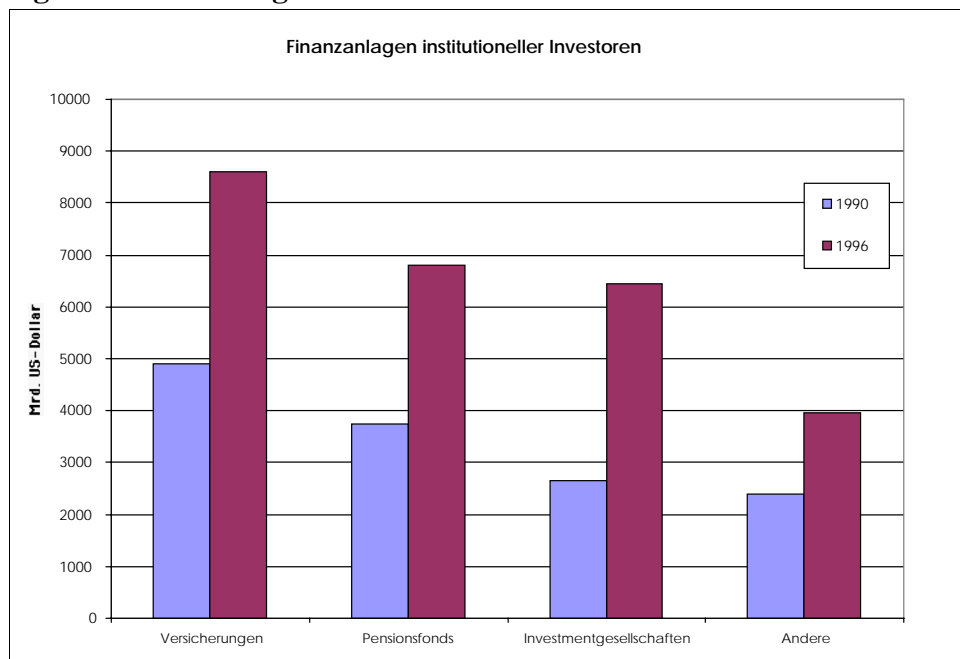
#### **6.5 Rolle institutioneller Investoren**

Die institutionellen Investoren gewinnen weiterhin an Einfluss: ihre Marktmacht steigt aufgrund steigender Anlagevolumen. Andererseits werden Teile des Vermögens an Indizes gekoppelt und nicht aktiv gemanagt, so dass institutionelle Investoren an einigen Firmen grosse Anteile besitzen, ihre Interessen aber nicht vertreten. In solchen Fällen gewinnen relativ betrachtet kleinere und andere Aktionäre an Einfluss. Einen Überblick über die Besitzstruktur bietet Abbildung 6-2. Es zeigt sich die zunehmende Bedeutung von Versicherungen und Fonds als institutionelle Anleger. Mit der Zunahme der privaten Altersvorsorge dürfte die Struktur weiter in Richtung institutionelle Anleger verschieben. Abbildung 6-3 zeigt die Zunahme der Volumen institutioneller Anleger.

**Abbildung 6-2: Aktienbesitzstruktur in Deutschland**



**Abbildung 6-3: Finanzanlagen institutioneller Investoren 1990 und 1996**



Quelle: OECD 1998, Institutional Investors Statistical Yearbook. in: OECD 1999, (Financial Market Trends, 72), 148

### 6.6 Börsenallianzen und -fusionen

Neue und bessere technische Lösungen führen auch zu einem Umbruch bzw. einer Neuorganisation der Börsenlandschaft, vor allem in Europa. Technologie ermöglicht neue, schnellere und kostengünstigere Transaktionen, von der anderen Seite sorgen vor allem grosse Kunden für einen hohen Druck auf die Kosten, da sie nicht mehr wie früher bereit sind, die hohen Gebühren zu bezahlen. Damit rücken vermehrt elektronische Systeme in den Vordergrund.

In Europa hat dies zu einem Kampf zwischen den Standorten (London-Frankfurt), zu Bedeutungsverlusten einzelner Börsen und zu grossräumigen Kooperationen geführt, von denen unbekannt sind, wie sie sich auf die Standortstruktur des Börsenmarktes und der

darin beteiligten Unternehmen auswirken. Kleine Börsen versuchen, sich durch Spezialisierung zu behaupten.

### **6.7 Wandel in der Unternehmensfinanzierung**

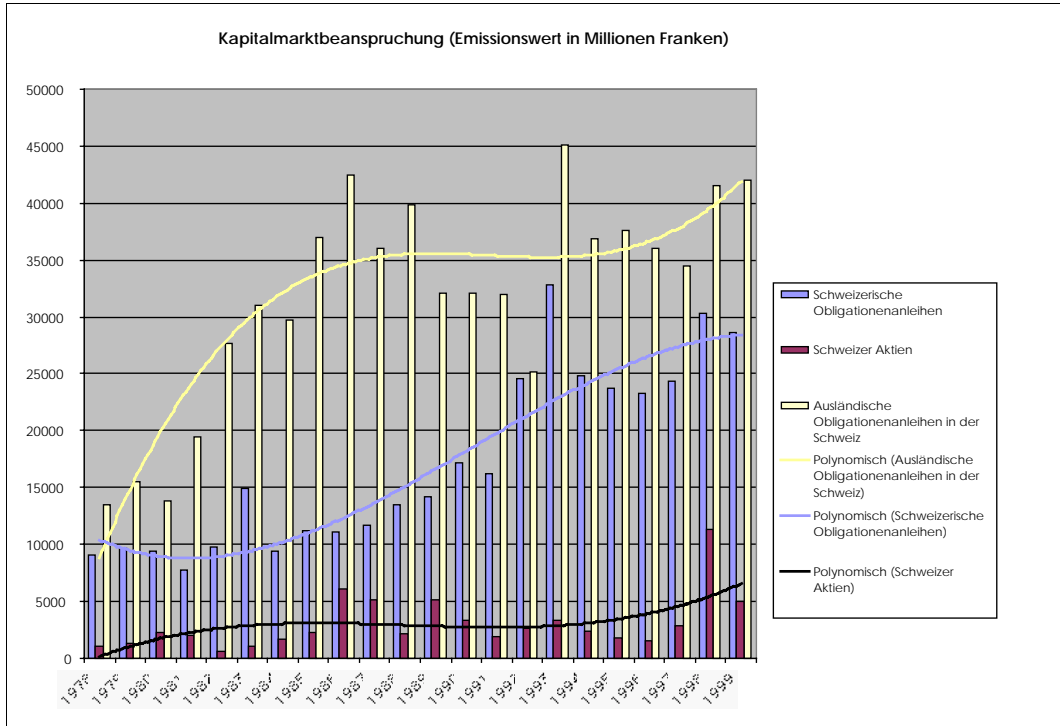
Der Wandel in der Unternehmensfinanzierung kreiert neue Märkte für Investitionen. Die globalen Ansprüche immer grösserer Konzerne, die Zunahme weltweiter Netzwerke und die weltweite Jagd nach den besten Konditionen erweitert zusätzlich die räumliche Mobilität von Kapital und erhöht die Geschwindigkeit. Die Banken ziehen sich zudem aufgrund von Renditeüberlegungen aus der traditionellen Unternehmensfinanzierung über Kredite zurück oder verlangen individuelle Risikoprämien. Grössere Unternehmen finanzieren sich daher zunehmend durch IPOs, die Herausgabe von Bonds oder über den Risiko- und Venture-Capital-Markt. Kleinere und mittlere Unternehmen sehen sich hingegen damit konfrontiert, nur noch schwer an Kredite zu kommen oder dafür eine entsprechend hohe Risikoprämie zahlen zu müssen, was ihre Wettbewerbsbedingungen verschärft. Ausserhalb der USA und Kanada finanzieren sich bis heute vergleichsweise wenig Unternehmen durch Börsengänge oder Bonds (Blommestein 1995). Banken sind daher nach wie vor die wichtigste Kapitalquelle für kleinere und mittlere Unternehmen. Sind die Risikoprämien zu hoch, bleibt den Unternehmen nur noch der Weg in die Abhängigkeit und Banken, andere Unternehmen oder Venture-Kapitalisten übernehmen die Kontrolle oder sogar das Ruder.

Während in Europa die Unternehmensfinanzierung über Bonds erst am Anfang steht, dreht sich in den USA das Blatt schon wieder. Denn letztlich ist es für Unternehmen entscheidend, ob Eigenkapital billiger ist als Fremdkapital. Auch scheinen die Ratings bezüglich Bonds oder Krediten nicht mehr die Prestige-Funktion zu erfüllen, die sie einmal hatten. Die Kosten von Fremd- oder Eigenkapital werden auch mitbestimmt durch Regulation: beispielsweise müssen in den USA Dividenden versteuert werden, Zinszahlungen aber nicht. Das macht Fremdkapital billiger als Eigenkapital. Das hängt auch mit einer Verbilligung von Fremdkapital durch wachsende Konkurrenz der Anbieter zusammen, denn die Ratings einiger Finanzintermediäre sind inzwischen besser als die vieler Banken, so dass sie kostengünstiger Kredite vergeben können. Die Banken, welche in den 70er Jahren noch drei Viertel des Kreditmarktes beherrschten, müssen sich heute mit weniger als der Hälfte begnügen (The Economist 27.01.2001).

Die Unternehmensfinanzierung wird sehr stark geprägt von den rechtlichen Rahmenbedingungen wie Gläubigerschutz, welcher beispielsweise in Frankreich und Deutschland sehr unterschiedlich geregelt ist und insbesondere bei Klein- und Mittelbetrieben zu sehr unterschiedlichen Finanzierungsmustern geführt hat. In Deutschland schaffen gläubigerfreundliche Rahmenbedingungen und feste Hausbankbeziehungen eine vergleichsweise hohe Verschuldung bei Banken. Zudem sorgt das 1990 eingeführte [0-13]Emissionsgenehmigungsverfahren für eine schwerfällige und damit teure Mittelbeschaffung über Schuldverschreibungen direkt am Kapitalmarkt. Der schwächere Gläubigerschutz in Frankreich führt hingegen dazu, dass die Eigenkapitalausstattung viel höher als in Deutschland ist (vgl. Sauv e; Scheuer 1999; Bundesbank 2000, 33ff.). Finanzierungsmuster werden somit wesentlich von den rechtliche Möglichkeiten und Erfordernissen geprägt. Inwieweit die Liberalisierung

hier zu einem Ausgleich zwischen den Rechtssystemen und –vorstellungen führt, ist allerdings offen.

**Abbildung 6-4: Beanspruchung des Schweizer Kapitalmarktes 1978-1999**



### 6.8 Mergers & Acquisition von Unternehmen

Die Suche nach Grösse zur Nutzung von Synergien und Skaleneffekten hat in den neunziger Jahren zu einem Boom an Firmenaufkäufen und Fusionen geführt. Inzwischen ist in diesem Thema Ernüchterung eingetreten, nachdem sich gezeigt hat, wie schwerwiegend vor allem kulturelle Unterschiede zwischen Ländern, aber auch zwischen den Unternehmen die Verschmelzung behindern. Die Synergien konnten oftmals nicht genutzt werden, in anderen Fällen kam es zu Lähmungen bis hin zu ernsthaften Gefährdungen der Konkurrenzfähigkeit. Inzwischen herrscht auch in diesem Feld Katerstimmung und Realismus. Beide vielgepriesenen Strategien, sowohl die Beschränkung auf die Kernkompetenz als auch der Zusammenschluss zu immer grösseren Gebilden, haben sich als nicht besonders fruchtbar erwiesen. Die Zeit der Extreme scheint vorerst vorbei zu sein. Das Wachstum des damit zusammenhängenden riesigen Marktes für das Beratungsgeschäft ist vorerst gestoppt.

### 6.9 Rating von Unternehmen

Das Rating ist ein Komplexitätsreduktions-Instrument und hat Informations- und Instrumentalfunktion (es enthält auch nichtöffentliche Informationen in aggregierter Form). Es erschliesst neue Investorengruppen für den Emittenten und reduziert den Ungewissheitszuschlag aufgrund fehlender Informationen. Oft ist das Rating aber nur reaktiv, da in der

Regel keine Informationen über die Zukunft einfließen (können). Zudem wird zur Zeit die Unabhängigkeit des Rating verbreitet in Frage gestellt, weil es im Zielkonflikt zu anderen Interessen von Investmentbanken steht. Inwieweit dadurch die Bedeutung des Rating beeinflusst wird, ist heute noch offen; jedenfalls wird das Rating selbst kritisch beobachtet. Das Rating von Unternehmen kann in Zukunft vom Rating von Regionen beeinflusst werden, falls es sich durchsetzen sollte, dass ein Unternehmen nur maximal das Rating seiner Standortregion erreichen kann. Vermutlich wird dieser Faktor in Zukunft in das Rating als ein Kriterium einfließen, jedoch nicht so bestimmend sein wie angedeutet.

### **6.10 Neue Wettbewerber und Veränderung der Wettbewerber**

In den letzten zehn Jahren sind im Finanzmarkt eine Menge neuer Unternehmen entstanden, die alle am neuen bzw. grösseren Kuchen partizipieren wollen. Einige dieser Unternehmen sind völlig neu, z.B. Internet-Anbieter, Discount-Broker, Investmentfonds oder erste virtuelle Banken, andere sind traditionelle Unternehmen wie Banken, die in das Versicherungsgeschäft einsteigen, oder Versicherungen, die neu die Anlageberatung und die Vermögensverwaltung als Service anbieten. Daneben sind neue Intermediäre entstanden, die das wachsende Feld für Beratung und Spezialdienstleistungen beackern, und die entweder völlig neu sind oder durch das Outsourcing von Abteilungen grösserer Unternehmen entstanden sind.

### **6.11 Mehr Konkurrenz, Beschleunigung, und wachsendes Transaktionsvolumen**

Neue Unternehmen, weniger Regulierung, technologische Fortschritte und die damit einhergehende Explosion im Umfang der Transaktionen führen zu zunehmender Konkurrenz, zu einer Beschleunigung aller Geschäftsprozesse und zu einem enormen Wachstum internationaler Transaktionen und Geschäfte. Der weltweite Rund-um-die-Uhr-Service erlaubt keine Atempause. Die Geschäftsprozesse der wichtigsten Akteure müssen ein hohes Tempo zulassen und es entsteht ein hoher Druck, gleichzeitig innovativ und schnell zu sein.

Überraschenderweise sind die neuen Konkurrenten für die Banken im Massengeschäft nicht die bisher bekannten Mitstreiter wie Kreditkartengesellschaften und Versicherungen, sondern eine völlig neue Art von Unternehmen, die den Banken nach und nach Geschäfte im klassischen Zahlungsverkehr wegnehmen. Als Beispiele sind auf internationaler Ebene zu nennen die amerikanische Telefongesellschaft AT&T, das Handelsunternehmen Sears, auf nationaler Ebene die Post sowie das Kartengeschäft der Grossverteiler. Aber auch in anderen Bereichen der Finanzbranche wird es in den nächsten Jahren zu drastischen Umwälzungen kommen: immer stärker werden branchenfremde Anbieter um die Kundschaft werben. Insbesondere die neuen Technologien ermöglichen auch neuen Wettbewerbern den raschen Eintritt in einzelne Segmente der Finanzdienstleistungen. Die neuen Konkurrenten machen sich die Entwicklungen im Finanzdienstleistungsbereich zu eigen, bringen ihre Stärken ein und stossen so in einzelne Segmente des Bankgeschäfts vor. Es sind dabei vier Anbieter zu unterscheiden:

- Der allgemeine Trend zur Allfinanz zeigt sich bereits in der Annäherung der Versicherungen und der Bankprodukte. Dieser ganzheitliche Ansatz eröffnet den Versicherungen, mit ihrer intakten, kundenorientierten Verkaufsstruktur mit ausgewählten Produkten der Einstieg in das Bankengeschäft. Die Versicherungen haben oft Vorteile in der Verkaufskompetenz, der vorhandenen Infrastruktur und in den bereits vielfach vorhandenen Kooperationen mit Banken.
- Kommunikationsunternehmen  
Die Kommunikation als notwendige Kernkompetenz in einzelnen Bereichen des Bankgeschäfts ermöglicht den neuen Kommunikationsunternehmen den Brancheneintritt. Das bankenspezifische Know-How wird eingekauft.
- IT-Unternehmen  
Die Informationstechnologie wird in Zukunft zu immer neuen, effizienten Produkten führen. Tatsächlich wird die Entwicklung der Banken zunehmend von der Technologie getrieben. Wer die Technologie bzw. das Handling derselben beherrscht, hat Möglichkeiten, gewissen Segmenten des Bankgeschäfts eine neue Dimension zu geben.
- Sonstige Unternehmen  
Zunehmend übernehmen Unternehmen selbst für ihre Kunden die Rolle der Universalbank. Autofirmen vergeben die Kredite direkt, zusätzliche Vergünstigungen bringen die Kunden dazu, Ausgaben wie Hotel, Reise etc. ebenfalls über die Autofirma bzw. zugewandte Orte zu bezahlen.

## **6.12 Verschmelzen von Kapital- und Risikomärkten**

Neue Finanzmarktinstrumente haben neue Risiken, aber auch neue Möglichkeiten zur Deckung von Risiken geschaffen (stock call options, principal at risk etc.). Dadurch ist die Grenze zwischen Banken und Versicherungen durchlässiger und die Verbindung zwischen Finanz- und Risikomärkten enger geworden. Konventionelle Versicherungsangebote werden durch Finanzprodukte ersetzt. Mit Hilfe des „Alternative Risk Transfer“ wird die Kapitalseite durch Aktien ersetzt, die Risikoseite durch Calls und Puts, und der Gewinnüberschuss durch Optionen. Im Ergebnis werden die Risiko- und Finanzmärkte teilweise fusioniert, was einen härteren Wettbewerb, Fusionen und mehr Allfinanz-Unternehmen zur Folge haben wird.

Einige Banken haben dadurch ihre Reichweite in neue Geschäftsfelder ausgedehnt. Anfang der neunziger Jahre sind sie in die risikoreicheren Kreditmärkte gegangen, was sie krisenanfälliger gemacht hat (Blommestein 1995). Für eine Reihe von Kreditabenteuern haben viele Banken gegen Ende der neunziger Jahre den Preis gezahlt. Diese Ernüchterung war einer der Ausgangspunkte für die strategische Neuorientierung zu mehr Profitabilität und besserem Risikomanagement in allen Geschäftsfeldern. Das generelle Ziel ist der Aufbau und die Anwendung von Instrumenten für ein disziplinierteres Management von Kredit-, Markt- und Liquiditätsrisiken (Blommestein 1995).

Das übergeordnete Ziel ist heute der Aufbau und die Nutzung von Systemen für ein diszipliniertes Management von Kredit-, Markt- und Liquiditätsrisiken. Die Instrumente umfassen die Messung von Risiken, die Steuerung der Risikoübernahme und passende Informati-

onssysteme (Blommestein 1995). Weil immer mehr ganze Pakete von Lösungen geschürt werden, verwischen sich die Grenzen zwischen unterschiedlichen Arten von Finanzanlagen ebenfalls immer mehr.

Ein Beispiel für die Verschränkung von Kapitalmarkt und Risikomarkt bietet der Umgang mit der Regelung, dass Aktivgelder der Banken mit zurückgestelltem Kapital gesichert werden müssen. Diese an sich sinnvolle Regelung führt neben einer sinnvollen Absicherung von schlechten Kreditrisiken gleichzeitig zu einer Bindung von Eigenkapital an gute Risiken. Banken können nun Kreditrisiken an Versicherungen transferieren und das dadurch frei werdende Eigenkapital reinvestieren. Möglich ist dies, weil Versicherungen und Banken unterschiedlichen Regeln unterliegen, die sogenannte Arbitrage-Gewinne ermöglichen). Durch diese und ähnliche Geschäfte kommt es zu einer Neuverteilung des Risikomanagements zwischen Banken und Versicherungen. Der Versuch, Risiken an den Kapitalmarkt abzugeben, ist eine Tendenz, die auch bei Rückversicherern beobachtet wird, welche vor allem eine Optimierung zwischen unterschiedlichen Risiken anstreben (Mathys, Stefan 2000: Bankrisiken versichern. In: Schweizer Bank 11/2000, 45-47).

### **6.13 Weltweite Integration der Kapitalmärkte**

Vor allem der Abbau von Grenzen für den Kapitalverkehr, aber auch die Vereinheitlichung von Regeln und neue technologische Möglichkeiten haben den weltweiten Kapitalverkehr, die Verfügbarkeit von Kapital und die Geschwindigkeit der Transaktionen massiv erhöht. Auch die Streuung von Risiken fördert die weltweite Allokation. Die früher stark fragmentierten Märkte wachsen somit weiter zusammen, wenn dies im Wesentlichen auch nur für die Länder der OECD und einiger weniger anderer gilt. So hat sich gezeigt, dass Finanzpapiere mit sehr ähnlichen Risiken auch eine ähnliche Rendite bringen, unabhängig davon, wo sie ausgegeben werden, was ein Hinweis für die Integration der Kapitalmärkte einzelnen Länder ist. Noch vor zehn bis zwanzig Jahren gab es hinsichtlich der Renditen dieser Papiere grosse Unterschiede zwischen den Ländern (Weltbank 2000, 85).

Die Korrelation (als Mass für die Integration) in der Entwicklung der Aktienmärkte ist laut einer empirische Studie der Credit Suisse zwischen 1973 und 1999 markant gestiegen. Zwischen 1973 und 1981 lag sie noch bei durchschnittlich 0,41. Im Zeitraum 1991 bis 1999 stieg sie auf über 0,61 an. Der spanische Aktienmarkt zeigte über den gesamten Zeitraum den stärksten Anstieg der Korrelation, was die zunehmende Integration Spaniens in die Weltwirtschaft spiegelt (NZZ vom 8.12.2000).

Die Integration erlaubt die weltweite Suche (oder Jagd) nach Vorteilen, Differenzen und Absicherung. Das Risiko wird verteilt, die Schwankungen könnten so abgeschwächt werden. Umgekehrt wächst die "Ansteckungsgefahr" für Finanzkrisen, auch wenn sich in den letzten Jahren gezeigt hat, dass die Probleme räumlich eingegrenzt werden konnten. Klar ist, dass die Abhängigkeiten zwischen den Ländern gestiegen sind, was einerseits den Spielraum verkleinert, andererseits den Nutzen grosser zwischenstaatlicher Konflikte für einzelne Staaten einschränkt.

#### **6.14 Bedarf an Stabilität und Effizienz**

Ein Ergebnis der zusammenwachsenden Märkte sind massiv höhere Abhängigkeiten der einzelnen Finanzmärkte untereinander. Die Finanzmärkte reagieren daher in den letzten Jahren immer sensibler auf äussere Entwicklungen. Dies sorgt unter anderem für einen höheren Bedarf in die Stabilität und Effizienz von Clearing und Settlement-Systemen (Blommestein 1995). Eine zunehmende Sensibilität ist auch für einzelne Länder zu beobachten, vor allem für Länder mit vergleichsweise kleinen Finanzmärkten, wie sie die meisten Entwicklungsländer haben.

Der Zugang zu einem wachsenden Pool an internationalem Kapital kann sowohl eine erhöhte Volatilität auf den aufstrebenden Finanzmärkten bedeuten als auch eine grössere Abhängigkeit von den Stimmungsumschwüngen der institutionellen Investoren in den Industrieländern. Viele empirischen Studien haben gezeigt, wie empfindlich die ausländischen Kapitalströme für Portfolio-Investitionen auf die Zinssätze in den Industrieländern reagieren.

Ein Anstieg der Zinssätze in den Industrieländern erhöht die Wahrscheinlichkeit von Banken Krisen in den Entwicklungsländern und Reformstaaten. Hierfür gibt es drei Gründe (Weltbank 2000, 89f): Erstens müssen die Banken in den Entwicklungsländern ihre Zinsen erhöhen, um die Investitionen von Anlegern aus den Industrieländern zu sichern, die nun im eigenen Land höhere Renditen erzielen können. Die höheren Kosten für Kapital werden an die inländischen Kreditnehmer weitergegeben und erhöhen die Wahrscheinlichkeit von Leistungsstörungen bei der Bedienung der Kredite. Zweitens nehmen viele Unternehmen in den Entwicklungsländern Kredite bei Auslandsbanken auf. Ist eine solche Kreditaufnahme weit verbreitet, verursachen steigende Zinsen in den Industrieländern einen allgemeinen makroökonomischen Schock, der dazu führt, dass die Unternehmen weder in der Lage sind, ihre Kredite an die inländischen noch an die ausländischen Banken zurückzuzahlen. Die Bilanzsituation verschlechtert sich sogar noch weiter, wenn ein Anstieg der Zinssätze in den Industrieländern zur Abwertung der eigenen Währung führt, da die Kreditnehmer in dem betreffenden Land einen höheren Betrag in ihrer eigenen Währung benötigen, um ihre Auslandsschulden begleichen zu können.

Drittens können aggressive Spekulationsgeschäfte die Stabilität des Banksystems eines Entwicklungslandes ernsthaft gefährden. Aggressive Währungsspekulationen liegen dann vor, wenn ausländische und inländische Einleger ihr Kapital von den Inlandsbanken in Auslandswährungen umschichten, was häufig zu einem Bankansturm führt, mit dem das Banksystem des betreffenden Landes fertig werden muss. Zu solchen Spekulationsgeschäften kommt es dann, wenn Investoren neue Informationen erhalten, die eine weitere Kapitalanlage im betreffenden Land, weniger attraktiv erscheinen lassen. Ein solcher schädlicher Einfluss auf das Finanzsystem kommt dann zum tragen, wenn das wirtschaftliche Umfeld eines Landes dem eines anderen Landes gleicht, das sich bekanntermassen in ernsthaften Schwierigkeiten befindet. Ängste vor einem Bank- oder Währungsansturm können sich selbst erfüllen und zu einer makroökonomischen Krise führen, die sonst nicht eingetreten wäre.

Eine solche Krise breitet sich dann aus, wenn ein Land sich „ansteckt“, ohne seine Rahmenbedingungen geändert zu haben. Die Stärke und das Ausmass der Ausbreitung lassen sich aber nur erklären, wenn man die weltweiten Reaktionen der Fondsmanager auf die Krisen in einem oder mehreren Ländern einbezieht. Drei Prozesse, die zum Teil verschränkt auftraten, sind dafür verantwortlich:

- Die Manager von Emerging-Market-Fonds teilen ihre Portfolios häufig auf verschiedene Länder auf, und zwar in prozentualen Anteilen, die zuvor festgelegt werden. Wenn der Wert der Investitionen in einem Land sinkt, könnten die Manager beispielsweise Aktien in anderen Emerging Markets verkaufen, um das Gleichgewicht wieder herzustellen. Dadurch geraten die Aktienkurse und Währungen in allen Ländern, in denen diese Manager Investitionen vornehmen, unter Druck.
- Fondsmanager, die mit Investitionsverlusten in einem Land konfrontiert werden, könnten Liquiditätsprobleme bekommen, die sie zum Verkauf von Positionen in anderen Ländern zwingen.
- Investoren, insbesondere in Emerging Markets, stellen fest, dass Informationen über die wirtschaftlichen Aussichten eines Unternehmens oder eines Landes schwer zu erhalten sind. Diese Schwierigkeit fördert den „Herdentrieb“, d.h. es wird angenommen, dass der Verkauf bestimmter Aktienpositionen durch einen Investor auf Informationen zurückzuführen ist, die noch nicht allgemein bekannt sind, so dass andere Investoren dies als Signal interpretieren, sich ebenfalls von dieser Position zu trennen. Der Mangel an Informationen veranlasst die Investoren ausserdem, die Daten über eine schlechte Wirtschaftsleistung in einem Emerging Market als Zeichen für bevorstehende schlechte Neuigkeiten in ähnlichen Märkten zu sehen (Weltbank 2000, 89).

### **6.15 Regeln und ungeschriebene Gesetze**

Es liegt im Interesse aller Marktteilnehmer, sinnvolle und praktikable Regeln für die Funktion des Kapitalmarktes festzuschreiben. Teilweise geschieht dies sogar freiwillig. Man hat in den letzten Jahren die Lücken im Regelsystem weitgehend erkannt und man ist bereit, sich in bestimmten Bereichen selbst zu beschränken. Ein Nicht-Einhalten der Regeln nützt niemandem und gefährdet die Funktion und die Reputation des Systems. Auf diese Weise möchte man natürlich auch viel strengeren Regeln des Gesetzgebers zuvorkommen. Ob ein Unternehmen die geschäftlichen und u.U. auch die ethischen Regeln einhält wird auch von den Kunden immer schärfer beobachtet. Insofern unterscheidet sich die Kapitalbranche von der Ölindustrie kaum noch.

Das Einhalten aller Regeln, auch der in den verschiedenen Ländern unterschiedlichen regeln, wird als Compliance bezeichnet. Besonders wichtig wird damit eine professionelle Compliance für international tätige Unternehmen. Märkte, die diese Regeln nicht voll anerkennen, wie einige Offshore-Plätze, geraten unter internationalen Druck. Zur Zeit sind auch die meisten Grossbanken auf den Offshore-Plätzen vertreten; es ist aber eine Frage der Zeit, wie lange sie sich das noch erlauben können.

Die Professionalisierung des Compliance führt auch dazu, dass internationale Empfehlungen und Richtlinien, sogenanntes Soft Law, in nationales oder internationales Recht über-

nommen werden. Die staatliche Regulation greift auf solche Regeln zurück, zum Teil, weil sie kaum in der Lage ist, die Geschwindigkeit der Entwicklung regulatorisch nachzuvollziehen.

### **6.16 Offshore-Finanzzentren**

Durch die Zunahme internationaler Konkurrenz sind die Offshore-Zentren ins Licht gerückt. Auf der einen Seite werden sie von vielen Banken der Industrieländer genutzt, andererseits haben unsaubere Geschäftspraktiken in einigen der Zentren dazu geführt, dass Offshore-Zentren als Bedrohung für das Image der Finanzmärkte wahrgenommen werden. Darüber hinaus sind sie natürlich ungeliebte Konkurrenz. In jüngster Zeit gibt es mit der Schwarzen Liste der OECD Versuche, Licht in das Dunkel zu bringen und Offshore-Plätze, wenn man sie schon nicht verhindern kann, zumindest auf Mindeststandards in den Geschäftspraktiken zu verpflichten. Die eiligen Reaktionen in Liechtenstein, als man aufgrund der Schwarzen Liste das Renommee bedroht sah, zeigen, wieviel Wirkung solche Aktionen internationaler Organisationen auslösen können, ohne dass rechtliche Schritte unternommen wurden. Image ist zu einem entscheidenden Wettbewerbsfaktor geworden. Image- und Public-Relation-Debakel á la Brent Spar, wie sie der Shell-Konzern erlebt hat, sind auch in der Finanzindustrie nicht ausgeschlossen.

Die schwarze Liste der OECD enthält folgende Länder: Bahamas, Cayman Inseln, Cook Inseln, Dominica, Israel, Libanon, Marshall Inseln, Nauru, Niue, Panama, Philippinen, Russland, St. Kitts and Nevis, St. Vincent and Grandiosen. Sie halten sich alle in unterschiedlich starker Weise nicht an die 25 Kriterien, welche die Internationale Arbeitsgruppe gegen das Geldwaschen (FATF) als Richtschnur für die loyale Zusammenarbeit gegen das Geldwaschen definiert hat. Diese Länder werden als "nicht-kooperativ" bezeichnet. Zum Beispiel hat Liechtenstein, das 2001 noch auf der Liste stand, eine Reihe von Massnahmen eingeleitet, um möglichst schnell von der Liste gestrichen zu werden; auf dem Spiel steht das Image und die Vertrauenswürdigkeit.

Die schwarze Liste zeigt die Wirksamkeit international koordinierter Aktionen. Man darf die Wirksamkeit aber auch nicht überschätzen, denn bei illegalen Praktiken kommt es relativ leicht zu einer Einigung. Bei der Frage, was sauber ist und was nicht, dürfte es schon wesentlich schwieriger werden.

## **7 Wirkungen auf der Organisationsebene**

### **7.1 Neue Visionen und Strategien**

Die zunehmende Bedeutung von Private und Investment Banking, neue Technologien, Globalisierung etc. haben die meisten Banken und Finanzmarktunternehmen veranlasst, ihre Visionen zu überarbeiten und ihre Geschäftsstrategien anzupassen bzw. neu zu formulieren. Die neuen Visionen enthalten meistens ambitionierte Ziele hinsichtlich Umsatz-Ertrags-Verhältnisse oder Marktanteile. Auf der strategischen Ebene bedeutet dies in der Regel eine Entscheidung zur Spezialisierung oder Diversifikation durch Fusionen und

Übernahmen, breitere Kooperation, Netzwerkbildung oder Outsourcing. Alle diese Prozesse führen zu einem immer stärker verknüpften Netz von Finanzunternehmen, zu mehr Konkurrenz, neuen Produkten und Dienstleistungen sowie tieferen Kosten. Die meisten Strategien basieren auf einer fundamental veränderten Sicht des Geschäfts: der Kunde ist der zentrale Fokus.

Spezialisierung und Diversifikation sind zwei Kernstrategien, um die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten. In den letzten Jahren hat dies zu einer Reihe von Fusionen und Übernahmen geführt und damit zu sehr grossen Banken mit mehreren Hunderttausend Beschäftigten. In einigen Ländern sind umfangreiche Kreuzbeteiligungen unter den Banken und zwischen Banken und anderen Finanzunternehmen inzwischen üblich.

Die gemeinsame Eigentümerschaft oder die operative Kontrolle zwischen den Unternehmen im Finanzmarkt ist ein signifikanter Trend in vielen OECD-Ländern. Die Bildung von Finanzkonglomeraten erhöht eine Reihe von Risiken: Konzentration von Macht, Interessenkonflikte, Schwierigkeiten in der Bewertung aggregierter Risiken und die Schwächung der Kontrolle in Teilen des Konglomerates (Blommestein 1995).

Ein weiterer Faktor, der zu Übernahmen zwingt, ist die Geschwindigkeit der Entwicklung von Technologien und Märkten, denn ein Aufbau neuer Geschäftsbereiche dauert inzwischen viel zu lange. Man entwickelt nicht neu und „lernt das Geschäft“, heute muss die Position auf der Lernkurve gekauft werden, um rechtzeitig dabei zu sein. Fusionen enthalten in der Regel diesen Aspekt, denn oft hat ein Partner das Know-how, der andere aber die Vertriebsmacht, so dass ein Zusammenschluss Synergien ermöglicht.

Ein weiterer wichtiger Treiber für Fusionen und Übernahmen ist das Verschmelzen von Risiko- und Finanzmärkten, welches in letzter Zeit zu einer Reihe von Übernahmen von Banken durch Versicherer bzw. von Versicherern durch Banken geführt hat.

## **7.2 Neue Geschäftsmodelle und -prozesse**

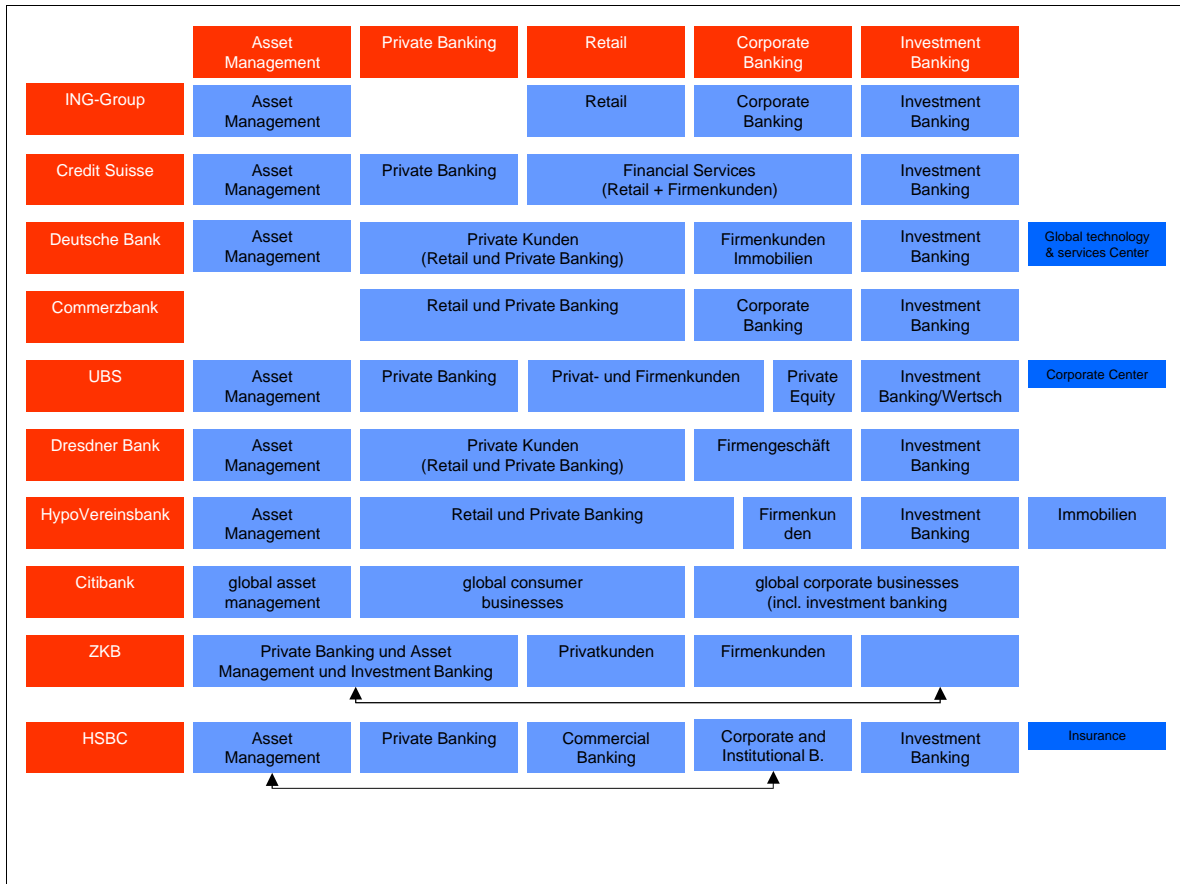
Neue Visionen und Strategien machen neue Geschäftsmodelle nötig, von denen viele in den letzten Jahren in umfangreichen Reengineering-Projekten umgesetzt wurden. Einige der führenden europäischen Banken wurden entlang kundenorientierter Geschäftsprozesse neu organisiert. Beispielsweise strukturierte sich die niederländische ING-Group neu in vier Geschäftseinheiten, benannt nach ihren Kernprozessen: Retail, Corporate Banking, Investment Banking and Asset Management. Die Schweizer Credit Swiss Group organisierte sich neu in die Einheiten Financial Services (Retail), Private Banking, Investment Banking and Asset Management (Nega-Ledermann 2000). Einen Überblick über die Strukturen wichtiger Grossbanken in Europa zeigt Abbildung 7-1.

Eine andere Herausforderung ist die mögliche Trennung des Bankgeschäftes in Transaktionsbanken und Vertriebsbanken, wie sie in der anglo-amerikanischen Bankenwelt üblich ist. In der Schweiz verfolgen die Banken einen ähnlichen Ansatz, in dem sie alle Geschäftsbereiche unter einer Dachmarke agieren lassen, die nicht mehr notwendigerweise unter einem Dach sein müssen. In der Folge finden sich mehr oder weniger voneinander unabhängige Geschäftsbereiche. Zur Zeit sind die meisten Schweizer Banken damit be-

schäftigt, eine gemeinsame Clearing and Settlement-Organisation zu schaffen, die allen Mitgliedern dient und damit die Kosten massiv reduziert.

Teilweise wurden auch Kundengruppen völlig neu segmentiert. Man unterscheidet hier vor allem nach dem Vermögen bzw. dem Potential einzelner Kunden. Zum Teil haben sich einige Banken auf solche Segmente spezialisiert, auch wenn es heute schwieriger als früher ist, zu entscheiden, ob ein Kunden in wenigen Jahren zu den interessantesten "High-Net-Worth Individuals" gehört oder nicht. Hier zeigen sich die Folgen der Erbgeneration. Ein heute "uninteressanter" Kunden kann morgen der lukrativste sein. Dies erfordert ein ausgeklügeltes Kundenbeziehungsmanagement. Für solche Kunden, aber auch im Service für die breite Masse der Retailkunden sind völlig neue Prozesse entwickelt worden. Spezielle bei den vermögenden Kunden gilt es, die Balance zwischen optimalem Service und niedrigen Kosten zu erzielen.

**Abbildung 7-1: Neuorganisation europäischer Grossbanken (Stand Anfang 2000)**



Quelle: verschiedene Homepages und Geschäftsberichte der aufgeführten Banken

Operativ ist vor allem die Unterstützung der Prozesse durch Informationstechnologie zu einem Kern des Geschäfts geworden. Für Firmenkunden, Börsengeschäfte, Transaktionen etc. werden neue Produkte und Prozesse angewendet, so sind in den letzten Jahren Produkte und Vertriebskanäle entstanden, die es vor ein paar Jahren noch gar nicht gab: E-Banking, standardisierte Produkte im Anlagegeschäft, Virtual Banking. Die Kunden werden heute mittels Multi-Channel-Ansätzen bedient, d.h. der Kunde entscheidet zunehmend, mit welchem Medium er seine Transaktion abwickelt. Solche breiten und vielschichtigen Ansätze bevorzugen tendenziell grosse Anbieter, die sich das Angebot aller Kanäle leisten können. Zudem sind die wesentlichen Vorteile im Virtual Banking die operative Geschäftskompetenz, ein starker Markenname und Vertrauen.

## 8 Wirkungen auf der räumlichen Ebene

### 8.1 Allgemeine räumliche Wirkungen

Zu den Wirkungen auf der räumlichen Ebene ist zunächst festzuhalten, dass ein Ende der Geographie bezüglich der räumlichen Ordnung von Finanzmärkten, wie von manchen vorausgesagt, nicht in Sicht ist.

Es hat sich sicherlich viel geändert, aber nicht alles:

- Staatsgrenzen sind durchlässiger geworden, aber sie grenzen nach wie vor Standortvor- und -nachteile sowie Märkte ab, die auch regulativ entstehen und ihre kulturellen Eigenheiten haben.
- Geld bewegt sich in immer grösseren Mengen und immer schneller um die Erde, aber es landet zwischendurch immer wieder an speziellen Stellen, wo es transformiert, gehandelt oder angelegt wird.
- Derivate haben sich vervielfacht, aber sie sind immer noch an reale Wertpapiere gebunden, welche wiederum einen Teil ihres Wertes aus dem Standort ihres Emittenten beziehen.
- Zumindest nicht standardisierte oder komplexe Geschäfte werden von Menschen abgeschlossen, die sich dafür immer noch treffen. Jeder selbst stelle sich vor, einen grossen Vertrag abzuschliessen zu müssen, ohne den Vertragspartner zu sehen. Sicher spielt es weniger als früher eine Rolle, wo man sich trifft, aber es ist immer noch wichtig, das man sich trifft. Und wo solche Treffen täglich oder sehr häufig nötig sind, da wird es eine Ballung geben. Mit der Regel „High touch, low tech“ ist Vertrauen an persönlichen Kontakt gebunden. Nicht nur im Investmentbanking werden das viele Akteure bestätigen.
- Netzwerke, Kapital- und Informationsflüsse sind räumlich, sie müssen dafür nicht exakt auf irgendeiner Oberfläche abbildbar sein. Es sind zum Teil räumliche Gebilde, wie der Austausch von Datenströmen und Internetbeziehungen, die grenzüberschreitend sind oder die an die Ausdehnung von Währungen gebunden sind. In der Praxis zeigt sich aber, dass viele Geldströme, z.B. der Verbleib der in der Asienkrise aus Asien abgezogenen Mittel, sich nicht exakt verfolgen lassen, so dass eine Art Geographie des Kapitals nur auf der Oberfläche einer Black-Box gezeichnet werden kann, deren Innenleben weitgehend unbestimmbar ist und über das lediglich Hypothesen auf der Basis von Plausibilitätsüberlegungen möglich sind.
- Letztlich ist die räumliche Organisation gleichzeitig markt- und politikbestimmt.

## **8.2 Einflüsse auf den Standort von Banken und anderen Finanzunternehmen**

Die Zunahmen von Fusionen und Übernahmen, Kooperationen, Netzwerken und Auslagerungen haben einen direkten Einfluss auf den Standort der Geschäftssitze und Filialen von Banken, Versicherungen und Finanzintermediären. Neue Geschäftsprozesse stellen implizit die Frage, wo welcher Prozess am besten lokalisiert werden kann. Es wird schlankere Unternehmenssitze, weniger Zweigstellen und eine Konzentration in Back-Offices bei den bestehenden Banken geben sowie eine grössere Zahl neuer Marktteilnehmer.

Neue Technologien haben ebenfalls einen Einfluss auf den Standort zur Abwicklung von Transaktionen. Einige Softwarelösungen fördern die Konzentration von Tätigkeiten an wenigen Standorten, z.B. Software für den Handel von Aktien. Auf der anderen Seite ermöglichen es Remote-Access-Lösungen, dort zu bleiben wo man ist. Dies könnte auch eine Dezentralisierung von Aktivitäten bewirken. Entscheidend wird die Notwendigkeit sein, ob

man einen häufigen persönlichen Austausch benötigt oder nicht. Solche Kontakte sind sehr wichtig im Investment-Banking, in der Vorbereitung von Börsengängen sowie in der Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Letzteres könnte den Bedarf nach repräsentativem Büroraum in zentralen Lagen erhöhen.

Ein Standort muss aber auch so attraktiv sein, das er hochqualifizierte Arbeitskräfte anziehen und binden kann. Status und Lebensqualität sind in diesem Zusammenhang wesentlich stärkere Faktoren als die technisch mögliche Erledigung der Arbeit von irgendeinem anderen Standort aus. Hier haben die meisten der bestehenden wichtigen Finanzzentren eine hohe Attraktivität, die allenfalls von hohen Lebenshaltungskosten beeinträchtigt wird. Streng genommen besteht der Finanzmarkt gar nicht aus den wichtigsten Ländern, die im Finanzmarkt eine Rolle spielen, sondern aus einer Reihe von Hot Spots, die durch elektronische und Transportnetze miteinander in Verbindung stehen. Wie Singapur, viele der Offshore-Bankplätze und bis vor wenigen Jahren auch Hongkong zeigen, brauchen Finanzstandorte noch nicht einmal ein grosses Hinterland.

Ein weiterer wichtiger Faktor in der Verteilung der Standorte des Finanzmarktes wird die Entwicklung der Börsen sein. Zur Zeit ist noch offen, wo in Zukunft die wichtigsten Standorte sein werden und wie sich Fusionen auf die räumliche Verteilung des Geschäfts und der Transaktionen auswirken.

Ein weiterer Faktor ist die Entwicklung der internationalen Rahmenbedingungen. Die Veröffentlichung einer schwarzen Liste von Offshore-Bankplätzen durch die OECD dürfte zu räumlichen Veränderungen führen, indem es bei der Konzentration von Kapital zu Verschiebungen kommen wird.

### **8.3 Einflüsse auf die Standorte von Unternehmen im regionalen Innovationssystem**

Die oben beschriebenen Prozesse haben sehr wahrscheinlich Auswirkungen auf die räumliche Verteilung von Produktion, Dienstleistungen und Innovation. Wie erwähnt, üben Investoren und Shareholder zunehmend Einfluss auf das Geschäft der Unternehmen aus, in die sie investiert haben. Ihr Einfluss auf die Geschäftsstrategien und -modelle (z.B. auf das Innovationsverhalten) hat auch einen Einfluss auf das Standortwahlverhalten (Unternehmenssitz, Filialen, Back-Offices). Dieser Einfluss dürfte zumeist indirekten Charakter haben, indem Einflüsse auf die Geschäftsstrategie auf der operativen Ebene Wirkungen nach sich ziehen können. Es können aber direkte Einflüsse auftreten, wenn beispielsweise klar ist, das mit dem Schliessen oder dem Verkauf einer bestimmten Produktionsstätte die Rendite erhöht werden kann. Das regionale Innovationssystem kann beeinflusst werden, wenn beispielsweise die Aufgabe bzw. Aufbau bestimmter Technologien gefordert wird.

Eine Veränderung in der Risikowahrnehmung und Behandlung kann auch zu direkten Einflüssen auf Standorte von Unternehmen führen, wenn beispielsweise Unternehmenszweige allein aufgrund ihres Standortes höhere Risikoprämien entrichten müssen, wie dies durch die Ausdehnung von Ratings auf Regionen und Städte zunehmend der Fall sein dürfte. Allerdings dürfte es nicht sehr oft vorkommen, dass Produktionen nur deshalb verlagert werden, weil die Finanzierung an einem anderen Standort günstiger ist.

Es konnte beispielsweise gezeigt werden, dass die in Ostdeutschland ansässigen kleinen und mittleren Unternehmen stärkeren Finanzrestriktionen unterliegen, signifikant höhere Kreditzinsen zahlen und häufiger Sicherheiten stellen müssen als Unternehmen mit vergleichbaren Merkmalen in Westdeutschland – allein der Standort führt zu einer Benachteiligung bei der Kreditvergabe (Neuberger 1999, 13). Harhoff und Körting (1998 in Neuberger 1999, 13) kommen zu dem überraschenden Ergebnis, dass die KMU in städtischen Regionen höheren Finanzrestriktionen und Kreditzinsen ausgesetzt sind als in ländlichen Regionen. Neuberger erklärt dies mit der im ländlichen Raum durch niedrigere Wettbewerbsintensität stärkeren Herausbildung langfristiger Kreditbeziehungen, die sich auf die Finanzierung positiv auswirken. Ein Teil des in Ostdeutschland höheren Standortrisikos wird aber auch von den Banken getragen. So hat sich gezeigt, dass die Banken in Ostdeutschland auch ein riskanteres Kreditportfolio besitzen.

#### **8.4 Rating von Städten und Regionen als Standortfaktor**

In jüngster Zeit geraten auch Städte und Regionen in finanziellen Rechtfertigungsdruck, seitdem Rating-Agenturen und Banken beginnen, die Finanzergebnisse, die Kreditwürdigkeit und die Bedingungen für Unternehmen unter die Lupe zu nehmen. Auslöser in der Schweiz war die Zahlungsunfähigkeit der Walliser Gemeinde Leukerbad, welche die Kreditwürdigkeit staatlicher Schuldner plötzlich in ein anderes Licht rückte. Bis vor wenigen Jahren war der Anreiz für kantonale und kommunale Politiker, sich freiwilligen Bonitätsprüfungen zu unterziehen, sehr gering. Die Kantone konnten ihre Anleihen auch ohne teures Gütesiegel am Markt platzieren. In jüngster Zeit lassen zum einen Kommunen, Städte und Regionen Ratings durchführen, um ein klares Urteil zu haben und sich von finanzschwachen Gebietskörperschaften abzusetzen, zum anderen werden Ratings auch von Banken verlangt, um eine Vergleichbarkeit und eine klare Einschätzung zu erlangen. Inzwischen wurde bereits eine eigene Rating-Agentur gegründet, die sich auf die Bewertung von Gemeinden konzentriert. Die grosse Präsenz der amerikanischen Rating-Agenturen dürfte dazu führen, dass die Investoren hellhörig werden und von Kantonen und grösseren Städten, die regelmässig Anleihen emittieren, bald ein Rating erwarten (vgl. FuW, 27.05.2000).

Diese Entwicklung wird zu AAA-Regionen führen, welche weitere Unternehmen anziehen können, und zu B-Regionen, welche an Attraktivität verlieren. Das Rating macht aus der Sicht des Kapitalmarktes aus Regionen und Städten Unternehmen und behandelt sie auch entsprechend, d.h. dort, wo hohe Renditen zu erwarten sind, wird Kapital platziert, wo die Risiken höher sind, werden entsprechende Risikoprämien verrechnet. Das kann natürlich dazu führen, dass bestimmte Regionen bei den Akteuren des Kapitalmarkts in Ungnade fallen. Die Gewinner von heute sind sehr wahrscheinlich die Gewinner von morgen und können kaum einholbare Vorsprünge realisieren. Erst recht dann, wenn das Rating von Unternehmen vom Standortrating abhängig gemacht wird, d.h. kein Unternehmen in einer bestimmten Region kann ein höheres Rating erzielen als die Region selbst. Dies könnte zwar bei den Unternehmen den Reflex auslösen, der Region unter die Arme zu greifen, ob dies geschieht, bleibt aber offen. Hinzu kommt, dass die Schweizer Pensionskassen den

grössten Teil ihrer festverzinslichen Anlagen im Inland vornehmen müssen. Falls sich das ändert, stehen Kantone aber plötzlich in Konkurrenz zu deutschen Bundesländern. Dann ist es Vorteil, über die gleich langen Rating-Spiesse zu verfügen (FuW, 27.05.2000).

Die Regionalpolitik verfolgt zwar immer noch das Ziel gleicher Lebensbedingungen in allen Regionen, doch gewinnt auch hier der gesamtwirtschaftliche Blickwinkel an Gewicht. Zum Wohle des Ganzen werden Verluste in einigen Regionen mehr oder weniger offen in Kauf genommen und Gewinner des interregionalen Wettbewerbs zunehmend belohnt. Die deutsche Technologiepolitik beispielsweise schreibt zunehmend Wettbewerbe aus, bei denen die besten Regionen gewinnen und Förderung erhalten. Ein gewisser Ausgleich wird nur noch insofern zugelassen, als dass alle Bundesländer etwas vom Kuchen bekommen – nicht als offizielles Ziel des Wettbewerbs, sondern als Ergebnis politischer Prozesse hinter den Kulissen.

Neben den Vorteilen eines guten Ratings wird es ein Rating-Risiko für Regionen, Städte und Kommunen geben. Für ein Rating sprechen eine Reihe von Vorteilen:

- Qualitätsdenken der Anleger erhöht den Wunsch nach Bonitätsbewertungen
- Wunsch der Regionen, Städte und Kommunen, die Finanzierungsquelle zu diversifizieren und die Investorenbasis zu erweitern
- Bekanntheitsgrad erhöhen und das Vertrauen der aktuellen und potenziellen Kunden stärken
- Zugang zum inländischen und internationalen Kapitalmarkt erleichtern (Kapitalmarkt bieten Finanzierungen zu längeren Laufzeiten)
- Erhöhte Transparenz hilft, feste und tragfähige Beziehungen zu globalen Investoren und Banken zu knüpfen.

Die UBS Warburg gibt als Ziele ihres Ratings an<sup>3</sup>:

- Das Erscheinungsbild der Kantone bei den Investoren als einer der bedeutendsten Schuldner am Schweizer Kapitalmarkt fördern
- Transparenz über die Bonität der Kantone schaffen und Vergleiche ermöglichen im Sinne eines effizienten Kapitalmarkts
- Bonitätsbewertung aller Kantone vornehmen aufgrund eines transparenten Modells, das theoretisch fundiert ist (Rating Agenturen liefern hinsichtlich der ausgewählten Prüfungskriterien und deren Gewichtung nur lückenhafte Antworten)
- Geschäftsmöglichkeiten für verschiedene Produkte der Bank aufbauen (öffentliche Anleihen, Privatplatzierungen, Asset und Liability marketing etc.)
- Das Vakuum fehlender internationaler Ratings füllen.

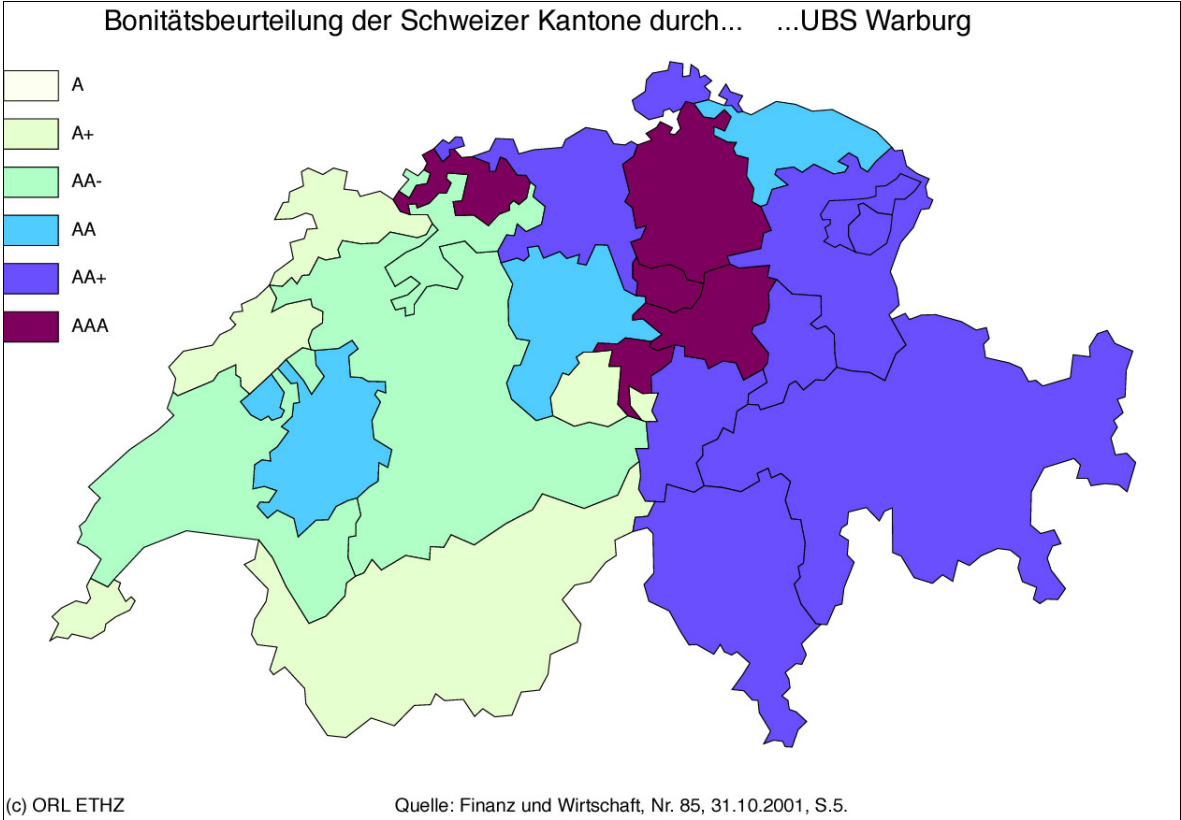
Nachteile sind natürlich die öffentlich sichtbare Brandmarkung von Regionen, Städten und Gemeinden mit einem schlechten Rating, was zu einer Abwärtsspirale führen kann. Zudem ist es unsicher, inwieweit ein Rating wirklich die Standortqualität spiegelt. Und es kann zu Spareffekten kommen, die langfristig den sozialen Zusammenhalt und die Erhaltung der

---

<sup>3</sup> Tsering Kyisum, UBS Warburg Credit Research, Zürich, Vortrag 22.06.2001, an der Sitzung der Fachgruppe für kantonale Finanzfragen.

Lebensgrundlagen gefährden: der Blick auf die Zahlen kann den Blick auf die Realität versperren. Offen ist auch die Frage des politischen Umgangs mit solchen Instrumenten. Die folgenden Abbildungen zeigen Beispiele für Ratings der öffentlichen Hand.

**Abbildung 8-1: Rating Schweizer Kantone, 2000**



**Abbildung 8-2: Ratingliste für die öffentliche Hand vom 24. Oktober 2000**

Rating	Organisation	Kanton	Datum
AAA	Brugg*	AG	04.2000
AAA	Dietlikon	ZH	05.1999
AAA-	Jussy	GE	06.2000
AA	Carouge *	GE	12.1999
AA	Kehrlichtverwertung Oberland KEZO	Zürcher ZH	09.2000
AA	Mont-sur-Rolle *	VD	06.2000
AA	Opfikon	ZH	11.1998
AA	Saas Fee (Bürgergemeinde) *	VS	03.2000
AA	Wallisellen	ZH	10.1999
AA	Wangen-Brüttisellen *	ZH	12.1998
AA	Wetzikon	ZH	08.2000
A	Zollikofen *	BE	05.2000
A	Bubikon *	ZH	12.1999
A	Bülach *	ZH	01.2000
A	Rapperswil	SG	06.1999
A	Weggis *	LU	05.2000
B	Emmen	LU	08.1999
B	Zermatt (Einwohnergemeinde)	VS	06.1999
B-	Saas Fee (Munizipalgemeinde) *	VS	11.1998

\* Pressemitteilungen von ComRating. Quelle: <http://www.comrating.ch/ratingliste.htm>

### **8.5 Wirkungen von Mergers & Acquisition, IPO und Unternehmensfinanzierung**

Die Übernahme von Unternehmen und die Fusion (Mergers & Acquisition) haben in der Regel weitreichende Wirkungen: Unternehmenssitzen und Standorte werden zusammengelegt oder aufgegeben, die strategische Entscheidungsfunktion wandert ab und wird an einem Ort konzentriert, bestimmte Unternehmensteile werden auf- oder abgewertet, verkauft oder geschlossen. Auf diese Mechanismen haben während der entscheidenden konzeptionellen und strategischen Phasen einer Fusion oder einer Übernahme eine Reihe von Akteuren Einfluss, u.a. neben den beteiligten Unternehmen Berater, Investmentbanken, Politiker. In dieser Phase ist es sehr entscheidend, welches Image und welche Vorteile einer Region oder ein Standort neben den harten Facts aufweisen kann. Dies gilt auch für Börsengänge: das Image spielt auch hier eine Rolle - die Lage in einer Verliererregion oder einer Gewinnerregion ist wichtig.

Schliesslich stellen Fusionen, Übernahmen oder Börsengänge immer die Frage nach der räumlichen Strategie: Wo werden die Standorte sein? Wie stark international ist das Geschäftsmodell? Wo kommen wir am besten an Venture Capital? Wo ist regulativ das beste Umfeld?

## 8.6 Wirkungen des technologischen Wandels

Eine räumliche Wirkung technologischer Veränderungen ist zum Beispiel die Lagegunst zu leistungsfähigen Glasfasernetzen. Verschiedene Netzwerke sind im Aufbau bzw. bereits aufgebaut. Abbildung 8-3 zeigt ein im Aufbau befindliches Netzwerk des Anbieters interoute, welches deutlich macht, welcher Standort in Europa in der ersten Phase des Netzaufbaus einen Anschluss bekommt und welche nicht. Peripher gelegene Länder wie Irland, Portugal oder die skandinavischen Länder erhalten keinen Zugang. Aber auch innerhalb von Ländern gibt es die „have“ und die „have not“: in Italien reicht das Netz nur bis Rom, in Spanien bis Madrid und Valencia. Mit dem Verlegen von Leerrohren versuchen hier einige Gemeinden, den Firmen die Voraussetzungen für die Berücksichtigung ihres Standortes schmackhaft zu machen. Ob deshalb auch Knoten oder Anschluss dort eingerichtet wird, bleibt aber eine Kostenfrage.

Abbildung 8-3: Europäisches Glasfasernetz am Beispiel von Interoute



Quelle: Interoute

Ein bekanntes Beispiel für die räumliche Wirkung von Technologie sind Call Center oder externe Entwicklungsstätten, die dank leistungsfähiger Internetverbindungen dort eingerichtet werden, wo die Bedingungen am günstigsten sind: Faktoren wie Hochsprache oder Preis qualifizierter Arbeitskräfte werden zu Standortfaktoren.

## 9 Zusammenhang zur Politik

Beobachtet werden kann ein zunehmender Einfluss des Kapitalmarktes auf die Politik:

- Erstens hat, wie bereits erwähnt, das Rating von Regionen einen Einfluss auf die lokale und regionale Politik, was zu mehr oder weniger starken Abhängigkeiten der Politik vom Kapitalmarkt führen kann.
- Zweitens sind mehr und mehr Unternehmen in Institutionen involviert bzw. haben sie selbst gegründet, welche die Aufgabe haben, die Region zu fördern und für oder gegen eine bestimmte Politik zu lobbyieren. Die zunehmende Privatisierung von Standortmarketing-Aktivitäten ist ein Zeichen, die wachsende Dominanz der Wirtschaft in der Festlegung der politischen Agenda ist ein anderes. Ohne sich um Mehrheiten kümmern zu müssen, versuchen sie, ihre Interessen durchzusetzen, was Fragen nach ihrer demokratischen Legitimation offen lässt.
- Drittens sorgt die Schere zwischen Wettbewerb und Stabilität für ein Dilemma in der Politik, denn es kann nicht angenommen werden, dass ein zunehmender Wettbewerb immer ein effektives Risiko-Management nach sich zieht (Blommestein 1995).

Angesichts der Liberalisierung der Finanzmärkte im speziellen und der Märkte im allgemeinen sieht sich die Politik vor die Aufgabe gestellt, Steuern und Regeln abzubauen, gleichzeitig aber einen effektiven Rahmen für den Finanzmarkt zu schaffen. Eine solche politische Gratwanderung inmitten des immer komplexeren Kapitalmarktes wird immer schwieriger und macht die Politik immer abhängiger von Experten, was es Interessen wiederum einfacher macht, sich durchzusetzen. Die "offizielle" oder "gewählte" Politik versucht natürlich überall, ihren Gestaltungsspielraum nicht zu verlieren und oft gelingt ihnen das auch gut, zum Beispiel durch den Einbezug der Interessengruppen in den politischen Willensbildungsprozess.

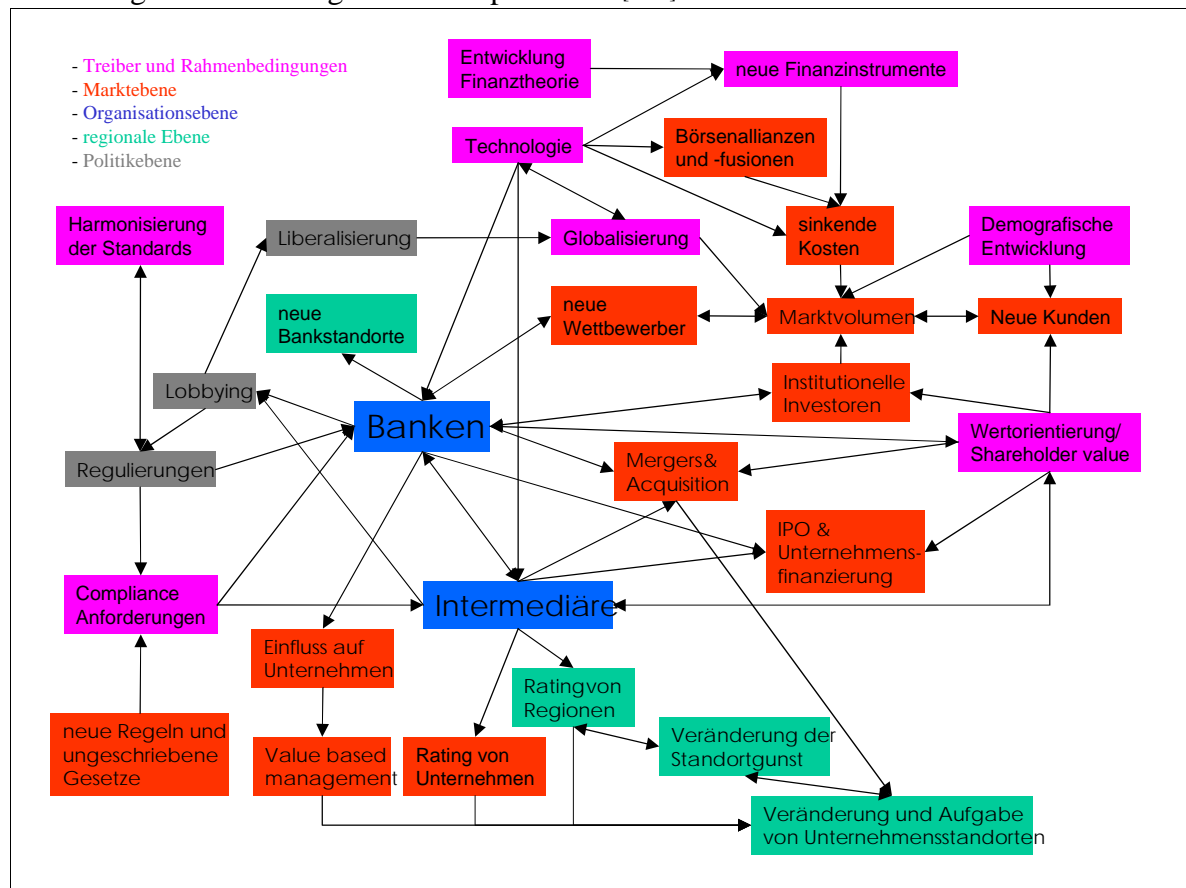
Immerhin wurde die Politik in den letzten Jahren vom Rechtfertigungsdruck entlastet, denn vor allem die Asienkrise hat gezeigt, dass global bessere Regeln benötigt werden. Die liberale Euphorie, sichtbar über mehrere Jahre am Weltwirtschaftsforum in Davos, ist inzwischen einem breiten Realismus gewichen. Stabilität hat gegenüber Wachstum wieder an Boden gewonnen, denn niemandem nützt Wachstum, wenn es das System gefährdet.

Die Finanzmärkte sind in Bewegung geraten. „Im Kontrast dazu hinkt der ordnungspolitische Rahmen nach, zum einen weil er im Unterschied zur Internationalisierung der Märkte noch stärker national ausgerichtet ist, zum anderen, weil es fast zwangsläufig so ist, dass die Marktteilnehmer sofort Marktchancen nutzen, während die öffentlichen Träger erst mit Verzögerung reagieren. Der Grund liegt darin, dass ein institutioneller Rahmen zwar einerseits für Marktinnovationen offen gestaltet sein soll, aber andererseits nicht alles antizipieren kann, und dann im Nachhinein angepasst werden muss.“ (Frenkel/Menkhoff 2000, 8f.)

# 10 Das Wirkungsmodell Kapitalmarkt<sub>[O-14]</sub>

Das folgende Wirkungsmodelle zeigt in einem ersten Schritt die Zusammenhänge der behandelten Themen und die beschriebenen Wirkungsrichtungen. Deutlich wird, wieviel Variablen das Verhalten des Systems mitbestimmen und wie schwierig es demnach ist, Voraussagen zu treffen. Ziel des Projektes CAPRI ist es deshalb, hier aus der regionalen Perspektive etwas mehr Licht in das Dunkel zu bringen und das System und seine räumlichen Wirkungen besser zu verstehen. Wichtig ist es, vor allem die Bedeutung des Kapitalmarktes in der räumlichen Organisation der Wirtschaft stärker in den Vordergrund der Forschung zu rücken, ein Faktor, der in den letzten Jahren in der Debatte um innovative Regionen, innovative Milieus und Netzwerke zu wenig berücksichtigt wurde. So simpel es klingt, ohne Kapital bleiben Innovationen und Netzwerke weitgehend folgenlos.

Abbildung 10-1: Wirkungsmodell Kapitalmarkt<sub>[O-15]</sub>



# Literatur

- Abraham, J.-P. 1993: The competitiveness of European international financial centres. Research monographs in banking and finance.
- Ammann, M.; Schmid, C.; Wegmann, P. 1999: An der Realität vorbei? In: Schweizer Bank 1999/11. 60-64.
- Becker, H.A. 1999: Internationale Finanzmärkte im Wandel. In: Kutschker, M. 1999: Perspektiven der internationalen Wirtschaft. Wiesbaden. 27-62.
- Behrendt, Heiko; Flückiger, Hans; Kruse, Christian; Thierstein, Alain 2000: Capital Market Processes and Regional Innovation Systems: the Zurich Case. Paper presented on the 6th World Congress of the Regional Science Association International. 16.-19. May 2000. Lugano.
- Behrendt, Heiko; Flückiger, Hans; Kruse, Christian; Thierstein, Alain 2000: Capital Market Processes and Regional Innovation Systems: Hypotheses about the Zurich Case. Paper presented on the 40th Congress of the European Regional Science Association. 29. August - 1. September 2000. Barcelona.
- Behrendt, Heiko; Dümmler, Patrick; Kruse, Christian; Thierstein, Alain 2001: Einsatz eines Prozessmodells zur Hypothesengewinnung in komplexen Themen. Institut für Orts-, Regional- und Landesplanung der ETH Zürich. Fachbereich Raumordnung. Discussion Paper 1-2001. Zürich.
- Behrendt, Heiko; Kruse, Christian 2001: Die Europäische Metropolregion Zürich – die Entstehung des subpolitischen Raumes. In: Geographica Helvetica. H. 4.
- Bindemann, K. 1999: The Future of European Financial Centres. Routledge Studies in Money and Banking. London.
- Blattner, N. 1994: The swiss financial centres revisited. In: 1994: The competitiveness of financial institutions and centres in Europe. Dordrecht. 335-349.
- Blommestein, H.J. 1995: Structural Changes in Financial Markets: Overview of Trends and Prospects. In: OECD (Ed.) 1995: The New Financial Landscape. Forces Shaping the Revolution in Banking, Risk Management and Capital Markets. OECD Documents. Paris: OECD. 9-47.
- Blommestein, H.J. 1998: The new financial landscape and its impact on corporate governance. In: Balling, M.; Fernandez Alvarez, A.I.; Hennessy, E.; O'Brian, R. 1998: Corporate governance, financial markets and global convergence. Dordrecht. 41-70.
- Breuer, R.-E. 1998: Die Zukunft von Finanzzentren in globalen Märkten. In: J.-W.-Goethe-Universität 1998: Globale Finanzmärkte und Europäische Währungsunion. Frankfurt a.M. 191-210.
- Büschen, H.E.; Artopoulos, W. 1998: Finanzplatz Deutschland an der Schwelle zum 21. Jahrhundert: Schlaglichter, Herausforderungen, Visionen. Frankfurt a. M.
- Bundesbank 2000: Die Beziehung zwischen Bankkrediten und Anleihemarkt in Deutschland. Monatsbericht Januar 2000. 33-48.
- Carlin, W.; Richthofen, P. 1995: Finance, economic development and the transition: the East German Case. Discussion Paper 95-301. Wissenschaftszentrum Berlin. Berlin.
- Cassard, M. 1994: The role of offshore centres: concepts, development and dynamics. IMF working paper 94,107. International Monetary Fund. Washington, DC.
- Choi, S.-R.; Park, D.-K.; Tschoegl, A.E. 1996: Banks and the world's major banking centers. In: Weltwirtschaftliches Archiv - Zeitschrift des Instituts für. 132. 4. 774-793.
- Clark, G.L.; O'Connor, K. 1997: The Informational Content of Financial Products and the Spatial Structure of the Global Finance Industry. In: Cox, K.R. (Hg.) 1997: Spaces of Globalization. Reasserting the Power of the Local. New York, London. 89-114.
- Cohen, B.J. 1998: The Geography of Money. Ithaca, London.
- Economist 2001: Corporate Finance. Special Survey. 27 January 2001.
- Edwards, B. 1998: Capitals of capital: a survey of financial centers. In: The Economist. 347. May 9th-15th.
- Egerer, R. 1996: The influence of privatization strategies and corporate governance options on the development of capital markets in Central and Eastern Europe. St. Gallen.
- Fornani, F.; Levy, A. 2000: Global liquidity in the 1990s: geographical allocation and long-run determinants. In: BIS (Ed.) 2000: International Financial Markets and the Implications for Monetary and Financial Stability. Bank for International Settlements. Conference Papers No. 8. Basel. 1-36.
- Frauwallner, E. 1999: Der Unternehmer und die Banken: neue Herausforderungen auf Finanzmärkten. Wien.
- Frey, R.; Schmock, U. 2000: Möglichkeiten und Grenzen mathematischer Risikokontrolle. In: Magazin UniZürich 3/00. 56-59.
- Gehring, T. 1998: Cities and the geography of financial centers. Discussion paper series 1894. Centre for Economic Policy Research. London.

- Gerke, W. (Hg.) 1995: Probleme deutscher mittelständischer Unternehmen beim Zugang zum Kapitalmarkt. Baden-Baden.
- Gisselbrecht, T. 2000: Besteuerung von Zinserträgen in der Europäischen Union. Anchied vom Schweizerischen Bankgeheimnis. Basler Schriften zur Europäischen Integration, Nr. 50. Basel. Kopie Seite 27-41 zum Bankenplatz Schweiz bei Heiko
- Groot, T.L. 1997: The influence of financial markets and corporate governance on R&D policy of Dutch companies. Serie research memoranda 47. Vrije Universiteit, Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie. Amsterdam.
- Härtel, H.-H. 1996: Globalisierung der Märkte für Finanzdienstleistungen und Internationalisierung der Banken. In: Härtel, H.-H.; Jungnickel, R. 1996: Grenzüberschreitende Produktion und Strukturwandel – Globalisierung der deutschen Wirtschaft. Baden-Baden. 312-345.
- Hellwig, M.; Leininger, F.; Meckl, W. 1997: Unternehmensfinanzierung, Unternehmenskontrolle und Ressourcenallokation: was leistet das Finanzsystem? In: Gahlen, B. 1997: Finanzmärkte. Tübingen. 211-243.
- Hildebrandt, S. 1999: Lean Banking als Reorganisationsmuster für deutsche und französische Kreditinstitute? Anmerkungen zur Tragfähigkeit eines leitbildprägenden Managementkonzepts. Discussion Paper FS I 99-101. Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung. Berlin.
- Hirsch-Kreinsen, H. 1998: Shareholder Value: Unternehmensstrategien und neue Strukturen des Kapitalmarkts. In: Hirsch-Kreinsen, H.; Wolf, H. 1998: Arbeit, Gesellschaft, Kritik. Orientierungen wider den Zeitgeist. Berlin. 195-222.
- Koschatzky, K. 2000: Frankfurt and the Rhine Main Region – the Transport and Finance Gateway of Germany. In: Andersson, A.E.; Andersson, D.E. 2000: Gateways to the Global Economy. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA. 283-295.
- Lange, T.A. 2000: Der Finanzplatz Singapore: Entwicklungslinien und Perspektiven. In: Die Bank. 8. 546-549.
- Laulajainen, R. 1998: Financial geography: a banker's view. Departments of Geography. Gothenburg University Series B. No. 93. Göteborg.
- Llewellyn, D.T. 1995: A strategic perspective on the global banking industry. In: Revue de la banque. 59. 6. 302-312.
- Long, M.; Rutkowska, I. 1995: The role of commercial banks in enterprise restructuring in central and Eastern Europe. Policy Reserach Working Papers 1423. World Bank. Washington, DC.
- Lütz, S. 1999: Globalisierung und der regulative Umbau des "Modell Deutschland"; das Beispiel der Bankenregulierung. In: Brose, H.-G. 1999: Institutioneller Kontext wirtschaftlichen Handelns und Globalisierung. Marburg. 205-230.
- MacKenzie, G.W.; Khalidi, M. 1996: The globalization of banking and financial markets: the challenge for European regulators. In: Journal of European public policy. 3. 4. 629-646.
- Matthes, J. 2000: Das deutsche Corporate-Governance-System. Wandel von der Stakeholder-Orientierung zum Shareholder-Value-Denken. Institut der deutschen Wirtschaft Köln. Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik. 259. Köln.
- Millstein, I.M. 1998: Corporate governance: Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und der Kapitalbeschaffung auf globalen Märkten. Ein Bericht der Beratergruppe für die Wirtschaft in Corporate-Governance-Fragen an die OECD. Paris.
- Moser, F. 1999: Die Bedeutung der Wettbewerbsveränderungen im Finanzdienstleistungssektor für die Entwicklungsperspektiven internationaler Finanzzentren und die Zukunft der deutschen Grossbanken. Volkswirtschaftliche Schriften. Regensburg.
- Müller, B.; Schrumpf, H. 1998: Die Bedeutung regionaler Kreditinstitute für die Wirtschaftsentwicklung. In: Sparkasse. 5. 203-207.
- Nega-Ledermann, A.M. 2000: Credit Suisse reorganisiert den Retail-Bereich. In: Finanz und Wirtschaft. 10. Juni 2000.
- OECD 1999: Institutional Investors Statistical Yearbook. Paris.
- OECD 1999: Financial Market Trends. No. 72. Paris
- OECD 2000: The OECD Guidelines for Multinational Enterprises. <http://www.oecd.org/daf/investment/guidelines/mnetext.htm>
- OECD o.J.: The OECD Guidelines foir Multinational Enterprises.
- Porteous, D.J. 1995: The Geography of Finance: the spatial dimensions of intermediary behaviour. Aldershot.

- Porteous, D.J. 1999: The development of financial centres: Location, information externalities and path dependence. In: Martin, R. 1999: Money and the space economy. Chichester u.a. 95-114.
- Revell, J.R.S. 1994: International financial centres in Western Europe. Research papers in banking and finance 94.3. Institute of European Finance. Bangor, Gwynedd.
- Roberts, R. 1994: International financial centres: concepts, development and dynamics. International financial centres. Aldershot.
- Roberts, R. 1994: International financial centres of Europe, North America and Asia. International financial centres. Aldershot.
- Roberts, R. 1994: Offshore financial centres. International financial centres. Aldershot.
- Rometsch, S.; Kolb, C. 1999: Das Comeback der Industriefinanzierung - verdrängen Corporate Bonds den syndizierten Kredit? In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen. 6. 296-298.
- Roth, M. 2000: Compliance Management hat mit Ethik zu tun. In: Finanz- und Wirtschaft. 4.11.2000. S. 19.
- Rullkötter, S. 2000: Nicht zu knacken: Finanzplatz Schweiz. In: Finanzen. 4. 154-159.
- Sansonetti, R. 2001: Die Problematik der Offshore-Finanzzentren und die Position der Schweiz. In: Die Volkswirtschaft. 2-2001. 40-45.
- Sassen, S. 1999: Global Financial Centers. In: Foreign Affairs. 78. 1. 75-87.
- Sauvé, A.; Scheuer, M. 1999: Zur Unternehmensfinanzierung in Deutschland und Frankreich: Eine vergleichende Analyse. In: Deutsche Bundesbank. Monatsbericht Oktober 1999. 29-46.
- Schaer, O. 1997: Banken und Berater - Fluch oder Segen für KMU? In: Finanzen für Unternehmen und Unternehmer. Beilage zum Organisator. 8. 20-21.
- Schmidl, P. 1997: Internationalisierung der langfristigen Unternehmensfinanzierung: Prozessbetrachtung - Anlegerverhalten - Kultureinflüsse. Wiesbaden.
- Schmidt, R. 1998: Zur politischen Semantik von "Globalisierung". In: Hirsch-Kreinsen, H.; Wolf, H. 1998: Arbeit, Gesellschaft, Kritik. Orientierungen wider den Zeitgeist. Berlin. 135-149.
- Schmuki, D. 2001: Venture Capital und Innovationen in der New Economy. 22.-23.02.2001, Doktorandenseminar WS 2000/01 "Regional Innovation Systems, Networks and the Learning Economy".
- Shachar, A. 1996: European World Cities. In: Lever, W.; Bailly, A.S. (Ed.) 1996: The Spatial Impact of Economic Changes in Europe. Aldershot. 145-177.
- Snowdon, P.N. 1997: Enterprise Ownership Constraints and the Role of Equity Markets in Financial Development. In: The Journal of development studies. 34. 1. 131-148.
- Styppa, Robert 2000: Die Macht der Portale. In: Schweizer Bank 11/2000. 80-81.
- Teufel, H. 1998: Singapore - on track as a leading financial center in Asia-Pacific? In: Menkhoff, L.; al., e. 1998: Asian financial markets - structures, policy issues and prospects. Baden-Baden. 129-150.
- The Economist, 9. May 1998: Capitals of capital. A Survey of Financial Centres.
- The Economist, 23. October 1999: Finance: trick or treat? 117-118.
- Tschoegl, A.E. 2000: International banking centers, geography, and foreign banks. In: Financial markets, institutions & instruments. 9. 1. 1-32.
- UNCTAD 1998: World Investment Report. Genf.
- Underhill, G.R.D. 1997: The new world order in international finance. Macmillan international political economy series. Basingstoke, Hampshire.
- Vollmer, U. 1998: Finanzmärkte, Bankenstruktur und Regulierungen: Unternehmensfinanzierung und Unternehmenskontrolle in einer offenen Marktwirtschaft. In: Cassel, D. 1998: 50 Jahre soziale Marktwirtschaft. Stuttgart. 581-604.
- Walter, I. 1998: Globalization of markets and financial-center competition. In: 1998: Challenges for highly developed countries in the global economy. Kiel. Kiel. 55-89.
- Wincoop, E. van; Yi, K.-M. 2000: Asian crises post-mortem: where did the money go and did the United States benefit? In: Economic Policy Review. September 2000. 281-304.
- Zebregs, H. 1999: Long-Term International Capital Movements and Technology - A Review. Working Paper 99/126. International Monetary Fund. Washington, DC.
- Zinn, E. 1999: Das Finanz- und Bankensystem im globalen Wettbewerb. In: Sparkasse. 116. 4. 150-153.

## Discussion Papers

**Institute for National, Regional and Local Planning**  
**Department for Spatial Development**  
**ETH Zurich**

<b>No.</b>	<b>Authors</b>	<b>Title</b>
01-2001	Heiko Behrendt	Trends im internationalen Finanzmarkt und ihre räumlichen Konsequenzen.
01-2002	Heiko Behrendt Patrick Dümmler Christian Kruse Alain Thierstein	Einsatz eines Prozessmodells zur Gewinnung von Hypothesen in komplexen Themen

Seite:	16
[O-I1] Bitte vervollständige den Satz!	
Seite:	30
[O-I2] Quelle angeben	
Seite:	37
[O-I3] Wann?	
Seite:	56
[O-I4] Neuer Titel ok?	
Seite:	56
[O-I5] Kpaitalmarkt statt Finanzmarkt: ok?	