

A decorative background consisting of a grid of grey dots of varying sizes, with several dots highlighted in red. The dots are arranged in a pattern that roughly outlines the shape of a map of Europe.

Die EU-Finanzmarktreform

Stand und Perspektiven im Frühjahr 2010

SEBASTIAN DULLIEN UND HANSJÖRG HERR

April 2010

- Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat deutlich gemacht, dass die Finanzmärkte umfassender Reformen und effektiverer Regulierung bedürfen. Seit allerdings die akuten Krisengefahren gebannt sind und die Wirtschaft in den allermeisten Industrieländern die Rezession hinter sich gelassen hat, ist das Thema Finanzmarktregulierung weitgehend aus der öffentlichen Wahrnehmung verschwunden.
- Tatsächlich aber passiert im Hintergrund sehr viel bei der Finanzmarktregulierung, auch auf Ebene der Europäischen Union. Vor diesem Hintergrund stellen die Ökonomen Sebastian Dullien und Hansjörg Herr in diesem Papier für einige der wichtigsten Bereiche der EU-Finanzmarktregulierung den aktuellen Stand der Debatten und Gesetzgebungsverfahren dar und bewerten die wichtigsten Vorhaben.
- Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass die aktuellen Reformüberlegungen auf EU-Ebene zwar in die richtige Richtung gehen, aber nicht ausreichend sind, um eine nachhaltige Stabilität des EU-Finanzsystems zu gewährleisten. So verwässern die Initiativen der EU-Kommission und erst recht die Vorstellungen des Rates die Forderungen der *de Larosière*-Expertengruppe in nicht akzeptabler Weise. Dullien und Herr zeigen diese Defizite auf und entwickeln Alternativvorschläge, mithilfe derer das Europäische Parlament eine substanzielle EU-Finanzmarktreform durchsetzen könnte.



Inhalt

1 Einleitung	3
2 Anforderungen an eine funktionale Finanzmarktregulierung auf EU-Ebene	3
2.1 Umfassende, einheitliche Aufsicht aller Produkte und Institutionen	3
2.2 Eigenkapitalstandards und Ratingagenturen	4
2.3 Neue Regeln für Derivathandel und Verbriefung	6
3 Aktuelle Reformfortschritte auf EU-Ebene	7
3.1 Financial Supervision Package	7
3.2 Änderungen an Eigenkapitalstandards	10
3.3 Stärkere Regulierung von Ratingagenturen	12
3.4 Initiativen zum Derivathandel und Verbriefung	12
4 Wie geht es weiter?	13
Literatur	16

1 Einleitung

Nach dem Ausbruch der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahre 2007 und ihrer Zuspitzung nach dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 mangelte es nicht an markigen Worten, wenn Politiker beschreiben sollten, was im Finanzsektor künftig anders werden sollte. »Making Banking Boring« hieß plötzlich die Devise. Noch im September 2009 auf dem G20-Gipfel in Pittsburgh hieß es im Abschlusskommuniqué: »Today we agreed: (...) To make sure our regulatory system for banks and other financial firms reins in the excesses that led to the crisis. Where reckless behavior and a lack of responsibility led to crisis, we will not allow a return to banking as usual.« Seit allerdings die akuten Krisengefahren gebannt sind und die Wirtschaft in den allermeisten Industrieländern die Rezession hinter sich gelassen hat, ist die Finanzmarktregulierung aus der öffentlichen Wahrnehmung verschwunden. Dies gilt umso mehr für Europa, wo traditionell die Gesetzgebung auf europäischer Ebene (und dort sind Entscheidungen über die Finanzmarktregulierung dank des einheitlichen Marktes angesiedelt) ein geringeres Gewicht in der national geprägten Berichterstattung durch die Massenmedien hat als die Berichterstattung über nationale Gesetzesvorhaben.

Tatsächlich aber passiert im Hintergrund sehr viel bei der Finanzmarktregulierung. Die EU-Kommission hat bereits eine Reihe von Richtlinienentwürfen vorgelegt, die nun langsam ihren Weg durch die europäischen Entscheidungsgremien nehmen.

Aufgabe dieses Papiers ist es, für einige der wichtigsten Bereiche der Finanzmarktregulierung den aktuellen Stand der Debatten und Gesetzgebungsverfahren abzubilden und zu bewerten. Der Text beschränkt sich dabei auf die enge Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktregulierung. Die Autoren sind zwar überzeugt, dass makroökonomische Ungleichgewichte eine wichtige Rolle in der Genese und dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/9 gespielt haben, diese werden hier aber aus Platzgründen weitgehend ausgeklammert.¹

Wir werden im Folgenden insbesondere drei Bereiche der Finanzmarktregulierung unter die Lupe nehmen, die für die EU eine besondere Bedeutung haben. Erstens die

Finanzmarktüberwachung auf EU-Ebene, also die Banken-, Wertpapier- und Versicherungsbranche, zweitens die Eigenkapitalvorschriften von Banken und drittens die Regulierung des Derivatemarktes in der EU einschließlich der Ratingagenturen.²

2 Anforderungen an eine funktionale Finanzmarktregulierung auf EU-Ebene

Bevor man die aktuellen Entwicklungen in der Finanzmarktregulierung bewerten kann, ist es hilfreich, sich noch einmal vor Augen zu führen, wo bei der Finanzmarktaufsicht in der jüngsten Krise Probleme aufgetaucht sind und welche Anforderungen an ein besseres System der Finanzmarktaufsicht zu stellen wären.

2.1 Umfassende, einheitliche Aufsicht aller Produkte und Institutionen

Ein Grundproblem nicht nur der jüngsten, sondern auch vorheriger Finanz- und Banken Krisen war oft weniger, dass die Banken im Inland nicht reguliert gewesen wären, sondern vielmehr, dass andere Finanzinstitutionen oder andere Jurisdiktionen weniger stark als die einheimischen Banken reguliert waren und die Geschäftsbanken diese Tatsache nutzten, um besonders riskante Geschäfte in die weniger regulierten Teile des Finanzsystems zu verlagern (Regulierungsarbitrage). Vor der jüngsten Krise etwa hatten viele Banken ihre Geschäfte mit US-*Subprime*-Papieren in Zweckgesellschaften ausgelagert, die oftmals in weniger regulierten Finanzplätzen angesiedelt waren, weil so unter anderem Eigenkapitalvorschriften umgangen werden konnten. Das Risiko für die Geschäftsbanken blieb freilich über ihre Kredit- und Eigentumsverbindungen mit den sogenannten »Schattenbanken« bestehen (Brunnermeier et al. 2009). Im Ergebnis führte dieses Verhalten zusammen mit den Regulierungsunterschieden in verschiedenen Teilen des Finanzsektors nicht nur zu einem riskanteren, sondern zudem noch zu einem intransparenteren Finanzsystem.

1. Der interessierte Leser sei hier auf Dullien et al. (2009) verwiesen.

2. Nicht explizit behandelt werden unter anderem die Kontrolle von Hedgefonds und anderen Fonds mit hoher Risikoorientierung, eine europäische Einlagensicherung, ein europäisches Konkursrecht und nicht oder wenig regulierte *Offshore*-Zentren auch in Europa mit dem Zweck der Anregung von Regulierungsarbitrage und Steuerhinterziehung.

Die Entwicklung der US-*Subprime*-Krise ist ebenfalls kaum ohne einen Blick auf das bislang extrem fragmentierte System der US-Finanzaufsicht zu verstehen. So wurden die meisten *Subprime*-Hypotheken nicht von Banken, sondern von Hypothekengesellschaften vergeben, die nur unter die einzelstaatliche Regulierung fielen (Gramlich 2007). Viele Bundesstaaten nahmen diese Regulierung so locker, dass es de facto gar keine Regulierung gab. Verbrieft wurden die Papiere von Investmentbanken, die ebenfalls nicht den gleichen strikten Regeln wie normale Geschäftsbanken unterlagen.

Die meisten Autoren sind sich deshalb einig: Eine zentrale Anforderung für eine funktionierende und schlagkräftige Finanzaufsicht ist, dass diese so umfassend und lückenlos wie möglich ausgestaltet wird. Wichtig dabei ist, dass alle Finanzinstitutionen – unabhängig von ihrer juristischen Natur – sowie alle Finanzprodukte einbezogen sind. Die Regulierung sollte dabei danach gehen, welche Funktion ein Produkt hat und welche Geschäfte eine Institution betreibt, nicht danach, welche Rechtsnatur das Produkt oder die betrachtete Institution hat. Nur so lässt sich Regulierungsarbitrage wirkungsvoll verhindern (Dullien et al. 2009: 154 ff.).

Auf europäischer Ebene gibt es weitere Argumente für die Vereinheitlichung und (zumindest) teilweise Zentralisierung der Regulierung und Aufsicht im Finanzsystem: Zum einen ist die Verlagerung von Geschäften in andere Länder mit möglicherweise niedrigeren Regulierungsstandards wegen des einheitlichen Binnenmarktes besonders einfach. Zum anderen besteht eine besonders große Gefahr, dass Folgen einer unzureichenden Finanzmarktregulierung die anderen Länder treffen. Erstens sind die Finanzinstitutionen innerhalb Europas sehr stark miteinander geschäftlich verflochten. Zweitens hat sich in der aktuellen Krise und in der Debatte um Finanzhilfen für das stark verschuldete Griechenland gezeigt, dass eine implizite Haftungsverpflichtung der Partner für die Verschuldung eines einzelnen Landes existiert.³ Dies impliziert ein enormes *Moral-Hazard*-Problem bei Abwesenheit einer einheitlichen Finanzaufsicht: Einzelne Länder haben immer wieder einen Anreiz, im Inland Finanzinstitutionen lockerer zu regulieren als in den anderen Ländern, um Finanzinstitutionen anzuziehen. Potenzielle Kosten im Falle einer Krise werden zumindest zum Teil

dagegen externalisiert. Auch grundsätzlich einheitliche Regeln auf EU-Ebene helfen gegen dieses Problem nicht ohne eine einheitliche Aufsicht, weil die nationalen Behörden einen Anreiz haben, die Regeln möglichst locker auszulegen.

Am sinnvollsten wäre deshalb ein Aufsichtssystem, das in seiner Struktur jener des Europäischen Systems der Zentralbanken ähnelt, mit einer zentralisierten Instanz, die wichtige Entscheidungen trifft und nationalen untergeordneten Behörden, die diese Entscheidungen umsetzen. Dies würde die Existenz von Aufsichtsbehörden mit einem recht großen Personalbestand vor Ort in den jeweiligen Ländern bedeuten, die unter anderem die *On-Site*-Überwachung der Finanzinstitutionen vornehmen – so wie heute die nationalen Zentralbanken im Tagesgeschäft mit den Geschäftsbanken die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) umsetzen.

2.2 Eigenkapitalstandards und Ratingagenturen

Ein zweites Problem der aktuellen Krise war der übertriebene Risikoappetit der Banken. Systematisch und in allen großen Industrieländern ist in den vergangenen Jahren der Eigenkapitalpuffer der Banken, das sogenannte *Leverage*, zurückgefahren worden, so dass das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital rapide gestiegen ist. Beispielsweise hat sich das Eigenkapital bei Institutionen wie der Deutschen Bank oder der Schweizer Großbank UBS von fast zehn Prozent der Bilanzsumme Anfang der 1990er Jahre auf zwei bis drei Prozent vor dem Ausbruch der jüngsten Finanzmarktkrise reduziert (Hellwig 2008: 44).

Ein Grund für diese Entwicklung dürfte dabei unter anderem die Reform der Eigenkapitalregeln (zu den sogenannten Basel II-Standards) gewesen sein. Danach wurden die früher existierenden, relativ einfachen Eigenkapitalrichtlinien durch neue, kompliziertere Richtlinien ersetzt, bei denen jede Anlage einer Bank je nach ihrem spezifischen Risiko mit Eigenkapital unterlegt sein musste. Das Risiko einer Anlage wurde dabei durch ein internes oder externes Rating bestimmt.

Drei Probleme gab es hiermit: Erstens konnten über interne Risikomodelle die Gefahren, die von bestimmten Anlagen ausgingen, systematisch klein gerechnet werden. Zwar mussten die individuell benutzten Risiko-

3. Die explizite *No-Bail-Out-Clause* ist mithin inzwischen eine implizite *Bail-Out-Garantie* geworden (vgl. Dullien/Schwarzer 2009).

modelle von der Bankenaufsicht genehmigt werden, jedoch gab es einen Anreiz, solche Modelle zu nehmen, die Risiken gering bewerten und eine geringe Eigenkapitalhinterlegung nach sich ziehen. Zweitens wurde ein stark prozyklisches Element in die Kreditvergabe der Banken eingeführt. Ratings tendieren dazu, sich systematisch im Aufschwung zu verbessern und im Abschwung herabgestuft zu werden. Im Zusammenhang mit Basel II ergab sich damit das Problem, dass die Banken in guten Zeiten weniger Eigenkapital vorhalten mussten und mithin ihr Kreditportfolio weiter ausdehnen konnten. Dies dürfte den Boom etwa bei der Hypothekenvergabe weiter angeheizt haben. Im Abschwung dagegen war plötzlich mehr Eigenkapital gefordert, so dass die Banken, gerade zu der Zeit, in der die Wirtschaft eine expansivere Kreditvergabe nötig hatte, gezwungen waren, diese zurückzufahren. Drittens entwickelte sich die enge Verbindung zwischen Finanzinstitutionen und Ratingagenturen zum Problem: Weil die Ratingagenturen, insbesondere mit der Bewertung von strukturierten Finanzprodukten, ein gutes Geschäft machen konnten und gleichzeitig die Aufträge zu dieser Bewertung von den emittierenden Finanzinstitutionen vergeben und bezahlt wurden, bestand ein Anreiz, auch zweifelhafte Produkte mit guten Ratings zu versehen. Zudem übernahmen Ratingagenturen bei kleineren Finanzinstituten, die keine eigenen Risikomodelle nutzen, die Risikobewertung.

Geschäftsbanken hatten traditionell in erster Linie ein Geschäftsmodell, das sich auf die Kreditvergabe an Nicht-Finanzinstitute konzentriert, also an Unternehmen, private Haushalte und öffentliche Haushalte. Daneben handelten Banken auf Kapitalmärkten, Devisenmärkten und anderen spekulativen Märkten auf Rechnung für andere. Insbesondere international agierende Banken haben in der Vergangenheit ihr Geschäftsvolumen im Eigenhandel drastisch ausgebaut. Dies bedeutet, dass sie auf eigene Rechnung spekulative Wertpapier-, Devisen-, Edelmetall- und nicht zuletzt Derivatgeschäfte durchführten.

Diese risikoreichen Geschäfte der Geschäftsbanken sind strikt zu begrenzen, um zu verhindern, dass die Geschäftsbanken ihr Privileg des Zentralbankzuganges nutzen, um hochspekulative Aktivitäten zu betreiben. Eine Möglichkeit wäre, dafür den Eigenhandel mit besonders hohen Eigenkapitalanforderungen von bis zu 100 Prozent zu belegen. Alternativ wäre ein weitreichendes Verbot spekulativer Geschäfte im Eigenhandel von Geschäfts-

banken zu überdenken. US-Präsident Barack Obama hat auf Grundlage von Empfehlungen des Alt-Präsidenten der amerikanischen Zentralbank Paul Volcker eine Reform in diese Richtung vorgeschlagen.⁴ Beide Optionen würden zudem dazu führen, dass die Größe von Finanzinstitutionen begrenzt oder gar reduziert würde, was allein schon aus ordnungspolitischen Gründen wünschenswert ist. Allerdings muss in beiden Fällen darauf geachtet werden, dass auch die Kredite von Geschäftsbanken an hochspekulative, andere Akteure des Finanzsektors (Hedgefonds, Private-Equity-Fonds etc.) begrenzt werden. Ebenfalls kommen hier besonders hohe Eigenkapitalanforderungen genauso in Frage wie ein echtes Verbot.

Die Geschäftsbanken gingen nicht nur selbst risikoreiche Geschäfte im Eigenhandel ein, sie finanzierten auch andere Finanzinstitutionen wie Investmentbanken, Hedgefonds oder Private-Equity-Fonds, deren Geschäftsmodell in der Regel höchst risikoorientiert und spekulativ orientiert ist. Damit ergab sich ein direkter Kanal zwischen der Geldschöpfung der Zentralbanken, der Kreditexpansion der Geschäftsbanken und der kreditfinanzierten Spekulation extrem risikofreudiger Finanzmarktakteure. Die Zentralbank hatte dabei kein Instrument zur Verfügung, um die Kreditexpansionen in produktive Bereiche zu fördern und die Finanzierung von spekulativen Aktivitäten, die zu Vermögensmarktblasen führten, zu erschweren. Für Risikokapital, beispielsweise in der Form von *Venture-Capital*, stehen immer noch weit mehr als ausreichende Mittel zur Verfügung, denn Nicht-Geschäftsbanken können Einlagen beispielsweise von risikofreudigen privaten Haushalten anwerben.

Zentral für eine wirkungsvolle Reform der Finanzmarktregeln ist deshalb eine Überarbeitung der Eigenkapitalregeln. Folgende Punkte stehen hierbei im Mittelpunkt:

1. Eigenkapitalanforderungen sollten insgesamt höher sein als bislang.
2. Banken sollten gezwungen werden, auch in Zweckgesellschaften oder ähnlichen Institutionen ausgelagerte Geschäfte mit Eigenkapital zu hinterlegen.
3. Die bislang bestehenden prozyklischen Effekte der Eigenkapitalregulierung sollten beseitigt werden, etwa durch Einführung von Verpflichtungen für die Banken, in

4. Vgl. *Financial Times Deutschland* vom 21.1.2010.

guten Zeiten Kapitalpuffer aufzubauen oder durch über den Konjunkturzyklus antizyklisch variierende Eigenkapitalanforderungen.

4. Die Rolle von Ratingagenturen in dem Prozess müsste zurückgedrängt werden; zudem muss das Bezahlmodell der Ratingagenturen geändert werden, damit diese keinen Anreiz mehr haben, im Interesse der Emittenten von Wertpapieren zu bewerten. Die Schaffung einer staatlichen europäischen Ratingagentur kann das Monopol der privaten Ratingagenturen, die versagt haben, brechen.

5. Der Eigenhandel der Geschäftsbanken muss mit sehr hohen Eigenkapitalanforderungen belegt werden. Das gleiche gilt für die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an Nicht-Banken im Finanzsektor. Alternativ kann auch ein Verbot des Eigenhandels und eine strikte Begrenzung der Kredite der Geschäftsbanken an Nicht-Bank-Finanzinstitute erwogen werden.

2.3 Neue Regeln für Derivathandel und Verbriefung

Ein weiteres Problem, das in der aktuellen Krise neue Aufmerksamkeit erhalten hat, ist die wachsende Bedeutung des unregulierten, bilateralen Handels (*Over-the-counter* oder OTC) mit Finanzderivaten. Besondere Aufmerksamkeit hat dabei der Markt für sogenannte *Credit Default Swaps* (CDS) erhalten, der nach gängigen Schätzungen ein Volumen von mehr als 60 000 Milliarden US-Dollar erreicht hat. Eine Reihe von Autoren prognostizierte während der Krise, dass Probleme auf dem CDS-Markt eine neue Runde der Bankenzusammenbrüche einläuten könnte.⁵ Dieses grundlegende Problem des CDS-Marktes besteht aber für viele Derivate und neue Finanzinnovationen.

Die Schwierigkeit dieser Derivatemärkte ist, dass aufgrund ihres bilateralen Charakters unklar ist, welcher Marktteilnehmer welche Positionen hält und ob es zur Konzentration von Risiken kommt oder nicht. Bei größeren Kursbewegungen oder im Falle der Insolvenz einer Firma kann der Käufer eines Derivats, etwa eines CDS, selber in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Außerdem droht im Falle der Pleite eines OTC-Vertragspartners dem anderen die Absicherung wegzubrechen. In der Vergan-

genheit sind Marktteilnehmer schlichtweg blind davon ausgegangen, dass OTC-Partner immer vollständig einspringen können. Damit wurden aus mikroökonomischer Perspektive Geschäftsstrategien als abgesichert eingestuft, obwohl bei einer makroökonomischen Betrachtung klar sein musste, dass dies nicht der Fall war. Damit wurden für Finanzinstitutionen auf mikroökonomischer Ebene Solvenz- und Liquiditätspositionen signalisiert, die sich in der Krise schnell als illusorisch erwiesen.

Genau diese Gefahren sind im Zuge der Verstaatlichung des US-Versicherungskonzerns AIG und der Pleite von Lehman Brothers deutlich geworden. AIG hatte enorme Summen an CDS ausstehen, so dass die US-Regierung bei einer Pleite des Versicherungskonzerns einen Dominoeffekt der Bankenzusammenbrüche fürchtete. Auch im Fall der Investmentbank Lehman Brothers gab es diese Befürchtung, was schließlich dazu geführt hat, dass der Staat nach deren Zusammenbruch faktisch unbegrenzt einsprang. Tatsache war aber, dass die Aufsichtsbehörden die Konsequenzen der Insolvenzen einfach nicht absehen konnten.

Eine Lösung für das Problem der riskanten OTC-Derivatemärkte wäre, sämtliche derartige Geschäfte verbindlich in zentrale Clearingstellen zu überführen. Eine zentrale Clearingstelle hätte eine ganze Reihe von Vorteilen: Erstens könnte sie den Aufsehern die Informationen über die existierenden Risiken zusammengefasst aufzeigen. Weil alle Transaktionen über diese zentrale Stelle laufen, sind dort die notwendigen Informationen abrufbar. Es ist für Aufseher direkt absehbar, wer welche Positionen und Gegenpositionen eingegangen ist, so dass das Nettorisiko einer Bankenpleite besser abschätzbar wird. Zweitens dient eine zentrale Clearingstelle quasi als Absicherung für die Auswahl von Partnern im Handel mit Derivaten: Abhängig von der Entwicklung der Verbindlichkeiten aus Derivatsverträgen müssen die Handelspartner bei der Clearingstelle einen bestimmten Anteil dieser Verbindlichkeiten in Form von Bankguthaben oder hoch liquiden Wertpapieren wie Staatsanleihen hinterlegen. So wird zwar auch nicht zwingend sichergestellt, dass die Vertragspartner tatsächlich am Ende ihre Verbindlichkeiten erfüllen können, es wird jedoch verhindert, dass extrem risikoreiche Positionen fast ohne Einsatz von Eigenmitteln aufgebaut werden. Drittens begrenzt die Pflicht zur Hinterlegung von liquiden Wertpapieren automatisch die Summe an Derivaten, welche die einzelnen Finanzinstitute ausgeben können. So lassen sich

5. Vgl. exemplarisch Münchau 2009.

wiederum das Risiko und das Volumen des Marktes für Derivate, falls gewollt, relativ einfach reduzieren, indem die Hinterlegungspflicht erhöht wird und Derivatgeschäfte damit mehr Mittel der Investoren verbrauchen. Denn eine höhere Hinterlegungspflicht wirkt wie eine Gebühr, die Absicherungsgeschäfte moderat verteuert und einer allzu hohen Risikoneigung auf dem Markt entgegenwirkt.

Bei der Verbriefung von Forderungstiteln verkauft der ursprüngliche Kreditgeber seine Ansprüche aus der Kreditvergabe an Dritte. Eine größere Anzahl von Krediten kann, wie vor der *Subprime*-Krise extensiv geschehen, in einem Pool zusammengefasst und tranchiert werden, wobei dieser Prozess mehrmals stattfinden kann. Die Entfernung zwischen dem ursprünglichen Kreditgeber und dem letztendlichen Halter des Kredits, der das Ausfallrisiko trägt, wird dabei immer größer. Es entsteht ein *Moral-Hazard*-Risiko, denn der ursprüngliche Kreditgeber legt bei der Kreditgewährung keine harten Maßstäbe mehr an, da er die Risiken verkaufen kann und faktisch als Kreditvermittler sein Geschäft macht. Ratingagenturen waren, wie die *Subprime*-Krise gezeigt hat, nicht in der Lage, die teilweise sehr komplexen Verbriefungen befriedigend zu bewerten. Zur Lösung dieses Problems schlagen wir vor, dass der ursprüngliche Kreditgeber einen angemessenen Anteil an der Kreditvergabe bis zum Ende der Laufzeit des Kredits halten muss.⁶ Dabei muss bedacht werden, dass der ursprüngliche Kreditgeber einen großen Anteil am *First-Loss*-Stück hält, also an der Tranche, die bei Zahlungsausfällen zuerst leidet.

Insgesamt stellt sich angesichts immer neuer Finanzinnovationen, die Finanzmärkte in der Summe selbst für Experten und Aufsichtsbehörden immer intransparenter machen, die Frage, wie mit neuen Finanzprodukten umzugehen ist. Eine Vielzahl dieser Produkte stellen keine »echten« Finanzinnovationen dar, sondern sind einer Regulationsarbitrage geschuldet. In Dullien et al. (2009) wird als Lösung die Einführung eines Finanz-TÜVs vorgeschlagen. Anders als oftmals in der Öffentlichkeit unter diesem Titel diskutiert, soll es nicht in erster Linie die Aufgabe des Finanz-TÜVs sein, bestimmte riskante Anlageformen für den Kleinanleger nicht mehr zugänglich zu machen. Vielmehr soll es darum gehen, alle Produkte (also auch jene, die nur im Interbankenhandel Verwen-

dung finden) vor Markteinführung einer genauen Prüfung zu unterziehen.

Die Herangehensweise bei der Genehmigung von Medikamenten sollte dabei als Vorbild dienen: Ein Finanzinstitut, das ein neues Produkt oder einen neuen Vertragstyp einführen möchte, müsste vorher nachweisen, dass der individuelle sowie gesamtwirtschaftliche Nutzen des neuen Produktes in einem angemessenen Verhältnis zu dem Risiko und der wachsenden Marktintransparenz durch das Produkt steht. Produkte, die keinen erkennbaren Vorteil gegenüber existierenden Kontrakten haben, sollten in einem solchen Verfahren ebenso abgelehnt werden wie Innovationen, die ein übermäßig großes Risiko bedeuten. Gute Innovationen können dagegen auch weiterhin entwickelt werden und ihren Weg in den Markt finden.

3 Aktuelle Reformfortschritte auf EU-Ebene

Viele der oben vorgeschlagenen Elemente finden sich in den auf EU-Ebene diskutierten Vorschlägen wieder. Für die Debatte auf EU-Ebene ist dabei der Bericht der sogenannten *de Larosière*-Gruppe von zentraler Bedeutung, der im Auftrag der EU-Kommission im Februar 2009 vorgelegt wurde und der quasi als Grundlage für die Richtlinienvorschläge diente, die von der Kommission im Laufe des Jahres 2009 auf den Weg gebracht wurden.

3.1 Financial Supervision Package

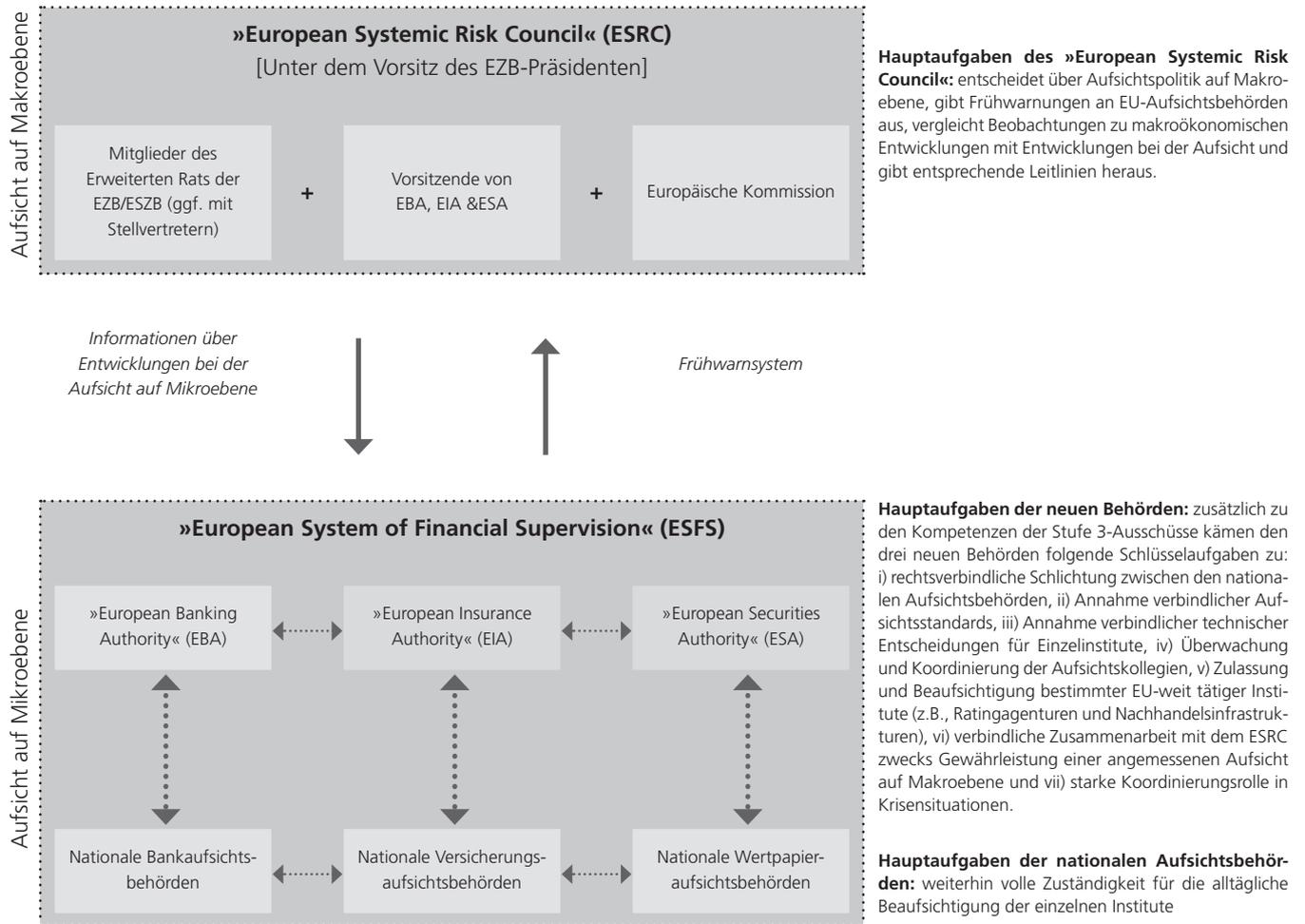
Zentrales Element der Kommissionsvorschläge ist dabei die Schaffung eines *European System for Financial Supervision* (ESFS). Grundsätzlich geht die Idee einer einheitlichen Aufsichtsstruktur direkt auf den Entwurf der *de Larosière*-Gruppe (*de Larosière*-Report 2009: S. 48 ff.) zurück, wobei die dort vorgeschlagene Struktur praktisch unverändert in den von der EU-Kommission im September 2009 vorgelegten Richtlinienentwurf (EU-Kommission 2009) übernommen wurde.

Dieses System soll ein Netz aus europäischen Finanzaufsichtsbehörden bilden (siehe Abbildung 1). Die drei bisher existierenden sogenannten Stufe-3-Ausschüsse zur Regulierung von Banken, Versicherungen und Wertpapieraufsicht – das *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS), das *Committee of European Insurance and Occu-*

6. Die Projektgruppe des SPD-Parteivorstandes »Mehr Transparenz und Stabilität auf den Finanzmärkten« vom Oktober 2008 hat einen Einbehalt von 20 Prozent gefordert. Dies scheint uns angemessen.



Abbildung 1: Ein neuer europäischer Rahmen zum Schutze der Finanzmarktstabilität



Quelle: de Larosière-Report (2009), S. 65

ational Pensions Committee (CEIOPS) sowie das Committee of European Securities Regulators (CESR) – sollen demnach zu Behörden mit Standorten in Frankfurt, Paris und London aufgewertet werden. Dabei würden die nationalen Aufsichtsbehörden weiterhin hauptsächlich mit der Beaufsichtigung der Finanzinstitutionen und Märkte beaufichtigt bleiben, die neu geschaffenen drei European Supervisory Authorities (ESA) sollen eine Koordinationsfunktion einnehmen und unter anderem »die Anwendung gemeinsamer hoher Aufsichtsstandards« koordinieren sowie einzelne grenzübergreifende Institutionen direkt überwachen.

Diesen Aufsichtsbehörden soll ein European Systemic Risk Board (ESRB) zur Seite gestellt werden, das makroökonomische Risiken beurteilen und bei Fehlentwicklungen

Empfehlungen herausgeben soll. Das Steuerungsgremium des ESRB sollte dabei nach den Vorstellungen 33 stimmberechtigte Mitglieder haben, nämlich die 27 Chefs der nationalen Notenbanken, den EZB-Präsidenten, den EZB-Vizepräsidenten, einen Vertreter der EU-Kommission sowie die Leiter der drei ESAs. Hauptaufgabe dieses Gremiums soll es sein, Warnungen und Empfehlungen auszusprechen. Das Sekretariat des ESRB soll bei der EZB in Frankfurt angesiedelt werden.

Anders als bei der grundsätzlichen Struktur, zeichnet sich bei den geplanten Befugnissen der Behörden im Gesetzgebungsprozess eine deutliche Verwässerung gegenüber dem de Larosière-Vorschlag ab. Im ursprünglichen de Larosière-Report wurden den Experten der ESAs relativ große Durchgriffsrechte in Form zwingender Anweisun-

gen auf die nationalen Aufsichtsbehörden zugesprochen. So war empfohlen worden, dass die neuen Behörden »die Leistung einer jeden nationalen Aufsichtsbehörde bei Wahrnehmung ihrer Aufsichtspflichten (...) [testen] und Anweisungen [herausgeben] (...), die darauf abzielen, dass die nationalen Aufsichtsbehörden die festgestellten Schwächen beseitigen. Sollte die nationale Aufsichtsbehörde die Anweisungen nicht befolgen, könnten eine Reihe abgestufter Sanktionen angewandt werden« (*de Larosière-Report 2009: 60 f.*).

Bereits in dem von der EU-Kommission (2009a; 2009b; 2009c) im September vorgelegten Entwurf war diese Idee nicht mehr in der Deutlichkeit des ersten Entwurfes enthalten. Allerdings war der EU-Kommission hier noch das Recht gegeben worden, bei Feststellung von Schwächen durch die neuen EU-Behörden in der Umsetzung von EU-Finanzmarktregeln durch die nationalen Aufsichtsbehörden diese zu einer Änderung ihrer Politik zu zwingen. Zudem wurde der direkte Durchgriff der neuen europäischen Behörden auf Finanzinstitutionen wie Ratingagenturen, zentrale Gegenparteien wie Clearinghäuser und ähnliche europäische Institutionen beschränkt. Weggefallen ist damit das Durchgriffsrecht auf vorwiegend grenzüberschreitend agierende »normale« Finanzinstitute.

Gegenüber dem Kommissionsentwurf weist der im Dezember 2009 vom Ministerrat (Rat der Europäischen Union 2009) beratene Entwurf weitere Aufweichungen vor. So sind die direkten Durchgriffsrechte der geplanten europäischen Behörden gegenüber Finanzinstitutionen hier noch einmal eingeschränkt und explizit auf Ratingagenturen beschränkt worden. Wichtiger ist allerdings, dass in diesem Entwurf die Weisungsrechte der EU-Kommission für die nationalen Aufsichtsbehörden gestrichen und zu einer Empfehlung degradiert wurden. Zudem wurden den europäischen Behörden Entscheidungsbefugnisse im Krisenfall entzogen. Zu guter Letzt ist in dem Entwurf die Möglichkeit vorgesehen, als Mitgliedsstaat gegen eine Entscheidung der europäischen Finanzmarktaufsicht ein Veto einlegen zu können, wenn dieser seine Haushaltshoheit gefährdet sieht. Kritisch ist an dieser Vorschrift, dass nach den Ratsvorstellungen keine Begründung notwendig sein soll, warum der einzelne Mitgliedsstaat seine Haushaltshoheit verletzt sieht, und dass ein solches Veto automatisch eine aufschiebende Wirkung auf die Entscheidung der europäischen Behörde hat.

Derzeit wird das Paket im Europäischen Parlament beraten. Im Mai oder Juni 2010 dürfte es zur ersten Lesung kommen. Fraglich ist dabei, ob das Parlament auf die Änderungswünsche des Rates eingeht oder ein Vermittlungsverfahren riskiert. Das Problem an einem solchen Vermittlungsverfahren dürfte sein, dass die Aufsichtsrichtlinien kaum noch 2010 verabschiedet werden können.

Der derzeitige Reformstand bei der Finanzmarktaufsicht stellt eine Verbesserung gegenüber dem Status Quo dar, hat aber gravierende Mängel, die verhindern dürften, dass durch die geplanten Richtlinien eine wirklich schlagkräftige und effiziente EU-Finanzmarktaufsicht entsteht.⁷

Positiv ist grundsätzlich zu bewerten, dass weitere Kompetenzen der Finanzaufsicht auf europäische Ebene verlagert werden. Dies ist ein Schritt, der geographische Regulierungsarbitrage verhindern kann. Ebenfalls grundsätzlich positiv ist zu werten, dass dem Thema der Systemrisiken und der makroökonomischen Risiken explizit ein Gremium auf europäischer Ebene gewidmet werden soll.

Wenig verständlich ist dagegen die geplante Struktur der Aufsichtsbehörde. Sowohl die geographische als auch die inhaltliche Aufsplitterung in drei Behörden sind problematisch. Moderne Finanzinstitutionen sind immer weniger einem bestimmten Teil des Finanzsektors zuzuordnen. Die Aufteilung der Aufsichtskompetenz auf drei Behörden schafft die Gefahr von unterschiedlicher Anwendung von Regulierungen und von Übergängen, die zu Lücken in der Regulierung führen. Die jüngste Krise hat dies anschaulich vor Augen geführt: Der US-Versicherungskonzern AIG geriet nicht wegen seines Versicherungsgeschäfts in die Klemme, sondern weil er sich im Handel mit Kreditderivaten, genauer den *Credit Default Swaps* (CDS), verzockt hatte. Die US-Regierung sah sich damals zur Rettung gezwungen, weil AIG diese Geschäfte mit einer Vielzahl von Banken gemacht hatte und eine Pleite AIGs diese Institute ebenfalls in den Bankrott gerissen hätte. Die Gefahr ist, dass eine fragmentierte Aufsicht, wie sie die EU jetzt plant, gerade solche Verbindungen übersehen hätte.

Ähnliches gilt für die geographische Aufsplitterung der Aufsichtskompetenz und der Platzierung der Behörden in

7. Dieser Abschnitt basiert auf den Aussagen von Sebastian Dullien vor dem ECON-Ausschuss des Europäischen Parlaments im Januar 2010 (Dullien 2010).

drei unterschiedlichen Städten und Ländern. Um die Risiken an den Übergangsstellen zwischen einzelnen Finanzinstitutionen zu erkennen, ist ein aktiver Gedankenaustausch des Aufsichtspersonals auf allen Hierarchieebenen notwendig. Die Gefahr der geographischen Zersplitterung ist, dass zwar die Leitungsebene sich regelmäßig trifft, die Arbeitsebenen aber zu stark voneinander getrennt sind, um alle Gefahren rechtzeitig zu erkennen.

Bei dem ESRB ist die enge Anbindung an die Europäische Zentralbank als problematisch anzusehen. Zwar haben die Notenbanken privilegierten Zugang zu Informationen zur Finanzstabilität. Auch veröffentlicht die EZB seit 2004 regelmäßig den *Financial Stability Review*. Allerdings tendieren Zentralbanker dazu, stark im Konsens zu agieren und zu denken. Die meisten der europäischen Notenbanker sind in ähnlichen Modellen und Denkrichtungen ausgebildet, die langjährige Zusammenarbeit führt zudem zu einer weiteren Konvergenz der Einschätzungen. Wie sich in der US-*Subprime*-Krise gezeigt hat, sind es oft Außenseiter, die auf bestimmte Risiken hinweisen. So hat die amerikanische Notenbank die Risiken aus der Hauspreisblase lange ignoriert, während Ökonomen wie Raghuram Rajan oder Robert Shiller vor den Risiken warnten. Die Erfahrung mit früheren Finanzkrisen zeigt, dass diese üblicherweise nicht dort entstehen, wo es früher bereits Finanzkrisen gegeben hat, und dass die vorherrschende ökonomische Lesart die sich entwickelnden Gefahren oft unterschätzt. Wichtig wäre deshalb, Außenseitermeinungen in die Bewertung makroökonomischer und systemischer Risiken zu integrieren. Mit einer Stimmmehrheit von 29 von 33 Stimmen für die Notenbanker in dem ESRB ist dies nicht gegeben.

Ein weiteres Problem ist die Frage, wie die Notenbanker in dem Gremium reagieren, wenn die Politik der EZB zum Systemrisiko wird. Fraglich ist, ob etwa die Notenbanker im ESRB einer Warnung vor einer übereilten Serie von Zinserhöhungen durch die EZB zustimmen würden, wenn diese ein Risiko für die makroökonomische Stabilität in Europa darstellen würden.

Schließlich muss man leider konstatieren, dass sich die EZB bislang bei der Krisenbewertung nicht mit Ruhm bekleckert hat. So hat die EZB im Juli 2008, also fast ein Jahr nach dem ersten Auftreten von Verwerfungen auf dem Geldmarkt (und als sich Europas Wirtschaft – wie wir heute wissen – bereits in der Rezession befand), noch einmal die Zinsen erhöht. Diese – wenn auch kleine –

Zinserhöhung dürfte die Situation im europäischen Bankensektor damals noch einmal verschärft haben. Erklärt werden kann die Entscheidung der EZB nur dadurch, dass die Zentralbank den Ernst der Lage damals grob falsch eingeschätzt hat. Es gibt keinerlei Anhaltspunkt, warum die EZB künftig Krisengefahren besser beurteilen können sollte als in der Vergangenheit.

Zusammenfassend zur Frage der Finanzsektoraufsicht kann man deshalb sagen, dass es eine bessere Lösung wäre, eine einheitliche Aufsichtsbehörde für den ganzen Finanzsektor in einer Stadt (und am besten in einem Gebäude) zu schaffen, die sich sowohl um Banken wie auch Versicherungen und Wertpapiermärkte kümmert.

3.2 Änderungen an Eigenkapitalstandards

Der *de Larosière*-Report sieht die Reduzierung der Eigenkapitalhaltung von Finanzinstitutionen als einer der Gründe an, der zur *Subprime*-Krise geführt hat. Vorgeschlagen wird eine »grundlegende Überarbeitung des Regelwerks Basel II« (*de Larosière*-Report 2009: 22). Im Einzelnen wird vorgeschlagen, die Mindestkapitalanforderungen schrittweise zu erhöhen, die prozyklische Wirkung von Basel II zu reduzieren, strengere Regeln für außerbilanzielle Positionen einzuführen, das Liquiditätsmanagement zu verschärfen und die Vorschriften für die interne Kontrolle und das Risikomanagement der Banken zu verstärken. Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht wird aufgefordert, entsprechende Veränderungen zügig zu ändern. Auch wird im *de Larosière*-Report vorgeschlagen, in der EU eine gemeinsame Definition des regulatorischen Eigenkapitals festzulegen, die vom Baseler Ausschuss bestätigt werden sollte. Explizit wird mit Blick auf die mechanische Anwendung von bankinternen Risikomodellen wieder eine größere Rolle des eigenen Urteilsvermögens und eine hohe persönliche Integrität und fachliche Eignung von Geschäftsleitungs- und Vorstandsmitgliedern gefordert (*de Larosière*-Report 2009: 22).

In Bezug auf das Schattenbankensystem fordert der Report, dass alle Firmen und Unternehmen, die potenzielle Bedeutung für das Finanzsystem haben, einer geeigneten Regulierung unterworfen werden. Besonders bei systembedeutenden Hedgefonds werden eine weltweite Pflicht zur Registrierung und eine Pflicht zur Information über Strategien, Methoden und *Leverages*, auch im weltweiten Geschäft, gefordert. Für Banken, die Eigenhandel

betreiben, ist eine angemessene Eigenkapitalanforderung zu stellen. Dies gilt auch für Banken, die Eigentümer oder Betreiber von Hedgefonds sind (*de Larosière*-Report 2009: 28 f.).

Die Vorschläge im *de Larosière*-Report beinhalten zwar keine quantitativen Präzisierungen, sind jedoch in ihrer Stoßrichtung relativ weitreichend. Einen relevanten Unterschied zu unseren Vorstellungen gibt es ausschließlich bei der Frage, ob Eigenhandel von Geschäftsbanken erlaubt sein soll und wie Kredite von Geschäftsbanken an Hedgefonds und andere Nichtbank-Finanzintermediäre behandelt werden sollen. Hier schlägt die Gruppe vor, bei Banken, die Eigenhandel betreiben und Eigentümer oder Betreiber von Hedgefonds sind, eine angemessene Eigenkapitalanforderung zu erzwingen. Nach unserer Sicht geht ein solcher Vorschlag in die richtige Richtung. Allerdings fehlen hier klare Vorschläge, wie Kreditbeziehungen von Geschäftsbanken zum Schattenbankensystem unterbunden oder zumindest so stark eingeschränkt werden könnten, dass ein Überspringen von Problemen des Schattenbankensystems auf das normale Bankensystem vermieden werden kann.

Am 6. Mai 2009 stimmte das Europäische Parlament einer Verschärfung der Eigenkapitalausstattung der Banken zu, die bis zum 31. Oktober 2010 in den Mitgliedsstaaten angenommen und Ende 2010 in Kraft treten soll (Europäisches Parlament 2009; Stichele 2009). Im Einzelnen wurde geregelt, dass Banken nicht mehr als 25 Prozent ihres Eigenkapitals an einen Kunden oder eine Gruppe von Kunden vergeben darf.⁸ Zudem wurde beschlossen, dass bei Verbriefungen ein Selbstbehalt von mindestens fünf Prozent gilt. Für die »Sorgfaltspflicht« bei der Bewertung von Verbriefungen wurden Kriterien präzisiert.

Im Juli 2009 hat die EU-Kommission Vorschläge für eine weitere Verschärfung der Eigenkapitalhaltung von Finanzinstituten unterbreitet (Europa Press Releases 2009a). Danach begann ein Anhörungsprozess über die Vorschläge, der im September 2009 abgeschlossen wurde. Die zentralen Elemente des Kommissionsvorschlags sind:

1. Bei Weiterverbriefungen sollen die Banken mit höheren Eigenkapitalanforderungen belegt werden.
2. Die neuen Vorschriften sollen die Offenlegungspflichten von Verbriefungsrisiken verschärfen. Die Banken müssen ihre Risiken aus Verbriefungen demnach klar benennen und veröffentlichen.
3. Die Eigenkapitalanforderungen für das Handelsbuch sollen so geändert werden, dass die Banken dabei den potenziellen Verlusten, die aufgrund ungünstiger Marktentwicklungen in Stresssituationen – wie in den Jahren 2008 und 2009 geschehen – eintreten könnten, in vollem Umfang Rechnung tragen. Das Handelsbuch umfasst alle Finanzinstrumente, die eine Bank hält, um sie kurzfristig weiterzuveräußern oder um andere Instrumente im Handelsbuch abzusichern, also im Kern den Eigenhandel der Banken.
4. Vergütungspolitik und -praxis der Banken sollen so gestaltet werden, dass eine übermäßige Risikobereitschaft weder gefördert noch belohnt wird. Die Bankaufsichtsbehörden können Banken, die sich nicht an die neuen Bestimmungen halten, sanktionieren.

Die Vorschläge der EU-Kommission sind bezüglich der Eigenkapitalhaltung der Banken enttäuschend. Zwar wird implizit eine höhere Eigenkapitalhaltung beim Eigenhandel der Banken einschließlich bei Weiterverbriefungen vorgeschlagen, dies ist jedoch nicht ausreichend. Wünschenswert wäre es, den Eigenhandel der Banken radikal einzuschränken. Das Anlagebuch der Banken, das längerfristig geplante Anlagen wie beispielsweise Forderungen aus Krediten oder Wertpapieren und damit das Kerngeschäft von Banken umfassen sollte, wird bei der Eigenkapitalhinterlegung erst gar nicht diskutiert. Eine generelle Erhöhung der Eigenkapitalhaltung der Banken ist ebenso wenig vorgesehen wie die Einführung anti-zyklischer Elemente bei der Eigenkapitalhaltung, die gerade auch das Anlagebuch der Banken umfassen. Die Geschäftsbeziehungen mit Nicht-Bank-Finanzintermediären wie beispielsweise Hedgefonds und Geschäftsbanken werden nicht thematisiert und spielen für Eigenkapitalhinterlegungspflichten keine Rolle. Die Vorschläge der EU-Kommission bei der Eigenkapitalhaltung bleiben weit hinter den Vorstellungen des *de Larosière*-Berichts zurück. Von der EU-Kommission sind nach jetzigem Stand der Dinge bei der Eigenkapitalhaltung der Banken keine weitreichenden Reformschritte zu erwarten. Dabei muss

8. Stille Einlagen werden künftig nur noch zu 35 Prozent dem Eigenkapital der Bilanz zugerechnet.

allerdings gesehen werden, dass die *Subprime*-Krise mit ihren Folgen ein Basel III angeschoben hat. Die Mängel von Basel II sind so tiefgreifend, dass selbst die Entwickler von Basel II eine Reform diskutieren. Das Baseler Komitee will im April 2010 Stellung zu einem Basel III nehmen. Dann will sich auch die Kommission dazu äußern.

Gegen Offenlegungspflichten von Verbriefungsrisiken und eine Überwachung der Vergütungspolitik und -praxis der Banken ist nichts einzuwenden, jedoch sind dies eher die »weichen« Bereiche der Regulierung, die wichtig, aber nicht ausreichend sind.

3.3 Stärkere Regulierung von Ratingagenturen

Bei den Ratingagenturen verlangt der *de Larosière*-Report, dass die Zulassung und Überwachung von Ratingagenturen einer gestärkten europäischen Überwachungsinstitution übertragen werden sollen, dem *Committee of European Securities Regulators* (CESR). Die Geschäftsmodelle der Ratingagenturen, deren Finanzierung und die Verquickung von Bewertungs- und Beratungstätigkeit, sind einer grundlegenden Überprüfung zu unterziehen. Für Ratings von strukturierten Produkten sind bestimmte Vorschriften einzuführen. Schließlich ist die Nutzung von Ratings in Finanzvorschriften erheblich einzuschränken (*de Larosière*-Report 2009: 23).

Bei der Regulierung der Ratingagenturen wurden auf EU-Ebene Reformschritte eingeleitet. Im November 2009 wurde eine entsprechende Verordnung erlassen (Amtsblatt der Europäischen Union 2009; Europäisches Parlament 2009a). Die wesentlichen Punkte der Verordnung bestehen darin, dass Ratingagenturen, die ihren Sitz in der Gemeinschaft haben, sich bei der europäischen Aufsichtsbehörde CESR registrieren lassen müssen. Die Aufsicht der Ratingagenturen liegt bei der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaates in Zusammenarbeit mit den zuständigen Behörden der anderen Mitgliedstaaten, eine Einbindung des CESR ist vorgesehen. Für Ratingagenturen ist es verboten, tätig zu werden, wenn gleichzeitig Beratungsleistungen für das betroffene Unternehmen oder involvierte Dritte erbracht werden. Die Bewertung von Finanzinstrumenten darf nur auf Grundlage fundierter Informationen erfolgen. In jährlichen Transparenzberichten ist über die grundlegenden Annahmen, Modelle und Methoden bei den Ratings zu informieren. Strukturierte Produkte müssen bei Ratings spezi-

ell gekennzeichnet sein. Zur internen Kontrolle der Ratingagenturen müssen mindestens zwei unabhängige Mitglieder im Verwaltungs- oder Aufsichtsorgan der Agenturen sitzen, die unabhängig vergütet werden, eine einmalige Amtszeit von maximal fünf Jahren haben und nur bei beruflichem Fehlverhalten entlassen werden dürfen. Mindestens ein unabhängiges Mitglied muss Experte für Verbriefung und strukturierte Finanzinstrumente sein.

Die EU-Verordnung fällt in einem wichtigen Punkt hinter die Vorschläge des *de Larosière*-Reports zurück. Dort wurde die Überwachung der Ratingagenturen von einer gestärkten europäischen Überwachungsinstitution vorgesehen. Bei der Verordnung bleibt die Überwachung jedoch national geregelt. Die Finanzierung der Ratingagenturen durch die Unternehmen, welche die zu bewertenden Papiere emittieren, wurde nicht verändert. Damit bleiben ein wesentliches Element der Abhängigkeit der Ratingagenturen bei ihrer Bewertungsleistung und ein *Moral-Hazard*-Problem bestehen.

3.4 Initiativen zum Derivathandel und Verbriefung

Der *de Larosière*-Report schlägt für Derivatmärkte vor, OTC-Derivate zu vereinfachen und zu standardisieren (*de Larosière*-Report 2009: 29). Offen bleibt allerdings, wie dies geschehen soll. Für die als besonders gefährlich eingeschätzten CDS wird im Report eine gut kapitalisierte zentrale Clearingstelle für die gesamte EU vorgeschlagen. Die Clearingstelle sollte von europäischen Aufsichtsbehörden einschließlich der EZB überwacht werden. Bei Verbriefungen wird vorgeschlagen, dass alle Emittenten von verbrieften Produkten einen bedeutenden Anteil des unterliegenden Risikos, das nicht durch *Hedging* abgesichert ist, für die gesamte Laufzeit des Instruments halten müssen (*de Larosière*-Gruppe 2009: 29). Wie bei der Eigenkapitalhinterlegung sind auch hier die Vorschläge im *de Larosière*-Report relativ weitreichend. Es wäre jedoch konsequent gewesen, wenn in dem Bericht für alle Derivatgeschäfte eine staatlich überwachte Clearingstelle gefordert worden wäre. Ein Mangel des Reports besteht darin, dass er sich nicht zu einem Finanz-TÜV durchringen konnte.

Nach einem ersten Entwurf im Juli 2009 und Anhörungen (Stichele 2009) legte die EU-Kommission im Oktober 2009 Vorschläge zur Regulierung von Derivatmärkten vor, die auf dem *de Larosière*-Report und Anhörungen

von Interessengruppen basieren (Europa Press Releases 2009). Die Vorschläge stehen mit der Erklärung der G20 von Pittsburgh in Einklang. Um Regulierungsarbitrage auszuschließen und weltweit kohärente politische Ansätze zu gewährleisten, ist die Kommission bereit, vor dem endgültigen Abschluss ihrer Legislativvorschläge mit Behörden aus aller Welt zusammenzuarbeiten. Gesetzesvorlagen sollen im Laufe des Jahres 2010 vorgelegt werden. Die Kernpunkte der Vorschläge der Kommission umfassen folgende Punkte:

1. Das Ausfallrisiko soll verhindert werden. Dazu sollen Rechtsvorschriften zur Festlegung gemeinsamer Sicherheits-, Regulierungs- und Betriebsstandards für zentrale Clearingstellen (*Central Counterparties*) vorgeschlagen werden. Die Besicherung von OTC-Geschäften soll verbessert werden. Die Eigenkapitalanforderungen bei OTC-Geschäften sollen im Vergleich zu Geschäften, die über eine zentrale Clearingstelle abgewickelt werden, deutlich erhöht werden. Für standardisierte Kontrakte soll das Clearing über eine zentrale Gegenpartei verbindlich vorgeschrieben werden.
2. Das operationelle Risiko soll verringert werden. Dazu soll die Standardisierung von Vertragsbedingungen und Kontraktbearbeitung vorangetrieben werden.
3. Die Transparenz soll erhöht werden. Marktteilnehmer sollen dazu verpflichtet werden, Positionen und Transaktionen, die nicht über zentrale Clearingstellen abgewickelt werden, in Transaktionsregistern zu erfassen, wobei die Transaktionsregister reguliert und beaufsichtigt werden. Zur Transparenz trägt auch bei, dass standardisierte Derivate nur über organisierte Handelsplätze abgewickelt werden dürfen. Es sollen alle Derivatemärkte erfasst werden, einschließlich Rohstoffderivate.
4. Die Marktintegrität und -aufsicht sollen verbessert werden. Schon existierende Regelungen gegen Marktmanipulation etc. sollen auf Derivate ausgeweitet werden. Regulierungsbehörden soll die Möglichkeit gegeben werden, Positionslimits zu setzen.

Die Stoßrichtung der Kommission, die vom Binnenmarkt- und Dienstleistungskommissar Charlie McCreevy als »Paradigmenwechsel und eine Abkehr von der bisherigen Sichtweise, wonach bei Derivaten – da sie für professionelle Marktteilnehmer bestimmt sind – nur leichter Regulierungsbedarf besteht« (Europa Press Releases 2009)

charakterisiert wird, ist weitgehend identisch mit den Vorschlägen des *de Larosière*-Reports.

Es wäre allerdings wünschenswert gewesen, wenn die Kommission den Vorschlag gemacht hätte, dass alle Derivatgeschäfte über organisierte Clearingstellen abgewickelt werden müssen. Auch bleibt die Idee eines Finanz-TÜVs, wie auch schon beim *de Larosière*-Report, außen vor. Aber erst ein Finanz-TÜV kann die in vielen Bereichen intransparente und für die ökonomische Entwicklung in keiner Weise nützliche Jagd nach immer neueren strukturierten Produkten beenden.

4 Wie geht es weiter?

Nimmt man den Report der *de Larosière*-Gruppe als Ausgangspunkt, dann kann man festhalten, dass die Vorschläge hinsichtlich einer europäischen Finanzmarktaufsicht, der Eigenkapitalhaltung der Banken sowie der Regulierung von Derivatemärkten, in die richtige Richtung gehen, jedoch keinesfalls ausreichen, um eine nachhaltige Stabilität des Finanzsystems in der EU zu gewährleisten. Insbesondere sind die Zersplitterung der Finanzmarktaufsicht in der EU sowie die Gestaltung des Gremiums, das die makroökonomische Finanzmarktstabilität überwachen soll, unbefriedigend. Was die Banken betrifft, hätte man sich im *de Larosière*-Bericht eine stärkere Einschränkung des Eigenhandels der Banken, der Geschäftsbeziehungen der Geschäftsbanken mit dem Schattenbankensystem sowie das Eintreten für einen Finanz-TÜV gewünscht.

Die bisherigen Verordnungen auf EU-Ebene sowie die Initiativen der EU-Kommission in den in diesem Essay angesprochenen Bereichen verwässern die Forderungen der *de Larosière*-Gruppe deutlich und in nicht akzeptabler Form. Die Vorstellungen des Rates gehen noch einmal hinter die Kommissionsvorschläge zurück. Wünschenswert wären wenigstens Vorschläge gewesen, die sich eng an den *de Larosière*-Report halten, der selbst in keiner Weise durch Radikalität bei den Reformvorschlägen gekennzeichnet ist (siehe Übersicht in Tabelle 1).

Wie geht es weiter? Zunächst sollte betont werden, dass selbst die vom Rat verwässerten Kommissionsvorschläge eine Verbesserung des Status Quo darstellen. In keinem einzigen Bereich kommt es zu einer Lockerung bisher bestehender Vorschriften. Die neu geplanten Behörden ha-

ben einzig den Zweck, zu verhindern, dass europäische Regeln nicht ausreichend auf nationaler Ebene angewandt werden. Zusätzliche, schärfere Regeln auf nationaler Ebene wie etwa das in Spanien vor der Krise den Geschäftsbanken vorgeschriebene *Dynamic Provisioning*, einer antizyklischen Eigenkapitalhaltung, bleiben weiterhin möglich. Auch wäre prinzipiell denkbar, dass die Euro-Staaten unter sich eigene, schärfere Regeln für ihre Finanzinstitutionen vereinbaren.

Allerdings sollte man sich hier keiner Illusion hingeben. Stark integrierte Finanzsysteme sind immer nur so stabil wie das schwächste systemisch wichtige Element. Unterschiedliche Regulierungsschärfen innerhalb des gemeinsamen Europäischen Marktes laden geradezu ein zu Regulierungsarbitrage. Eine nachhaltige Stabilisierung des europäischen Finanzsystems wird deshalb mit nationalen Alleingängen nicht funktionieren.

Für das Europäische Parlament stellt sich die Frage, ob es die derzeit vorliegenden Vorschläge akzeptiert oder selber auf schärfere Regeln und eine kohärentere Aufsichts-

struktur pocht. Der Nachteil eines Beharrens auf schärferen Regeln wäre, dass sich im Vermittlungsverfahren die gesamte Gesetzgebung für eine europäische Aufsichtsstruktur verzögern würde und kaum noch 2010 verabschiedet werden dürfte, was möglicherweise den Wählern schwer zu vermitteln wäre. Wiegt man allerdings die Vor- und Nachteile der verschiedenen Strategien ab, so scheint eine harte Position des Parlaments die empfehlenswertere Option zu sein. Zum einen besteht derzeit keine übermäßige Eile. Es ist eher unwahrscheinlich, dass sich eine neue Finanzkrise gerade in den Monaten oder jenem Jahr entwickelt, in der die neue Aufsichtsstruktur noch nicht etabliert ist. Zum zweiten besteht die Gefahr, dass mit der Verabschiedung neuer Gesetze dauerhaft unzureichende Strukturen geschaffen werden, die sich nicht zuletzt wegen der spezifischen Interessen des neu einzustellenden Aufsichtspersonals später kaum wieder ändern lassen. Von daher ist es wichtig, diese Strukturen und Regeln nun von Beginn an vernünftig zu gestalten, und dabei eine gewisse zeitliche Verzögerung bei der Umsetzung in Kauf zu nehmen.

Tabelle 1: Übersicht über Stand Finanzmarktreform in der EU

Regulierungsbereich	Vorschlag der de Larosière-Gruppe	Stand der Debatte bei der EU-Gesetzgebung*	Bemerkung/Bewertung
Microprudential Supervision	<ul style="list-style-type: none"> – Drei EU-Aufsichtsbehörden: für Banken, Versicherungen und Wertpapiere – Netzwerk aus EU- und nationalen Behörden – Durchgriffsrecht der EU-Ebene auf nationale Behörden – Überwachung pan-europäischer Finanzinstitutionen durch EU-Behörden 	<p>Kommissionsvorschlag: Wie de Larosière-Gruppe, aber:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Eingeschränkte Durchgriffsrechte der EU-Behörden – Direkte Überwachung nur von Clearinghäusern, Ratingagenturen etc. <p>Ratsvorschlag: Wie Kommission, aber:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Kein Weisungsrecht der EU-Kommission gegenüber nationalen Behörden – Direkte Überwachung nur von europäischen Ratingagenturen – Implizites Veto der Mitgliedsstaaten bei Entscheidungen der EU-Behörden 	<ul style="list-style-type: none"> – Eine integrierte Aufsichtsbehörde für alle Teile des Finanzsektors wäre vorzuziehen – Verwässerung der Durchgriffsrechte durch Kommissions- und Ratsvorschläge sind nicht akzeptabel



Regulierungsbereich	Vorschlag der de Larosière-Gruppe	Stand der Debatte bei der EU-Gesetzgebung*	Bemerkung/Bewertung
Macroprudential Supervision	<ul style="list-style-type: none"> – Einführung eines <i>European Systemic Risk Boards</i> (ESRB) zur Überwachung makroökonomischer Stabilität – Starkes Gewicht der Zentralbanken im ESRB 	Wie de Larosière-Gruppe	<ul style="list-style-type: none"> – Gewicht der Zentralbanker im ESRB sollte dringend verringert werden – Außenseiter (Akademiker o.ä.) sollten in den Prozess eingebunden werden
Eigenkapitalvorschriften	<ul style="list-style-type: none"> – Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen – Mehr EK für Verbriefungen – Mehr EK für außerbilanzielle Verpflichtungen – Einheitliche Definition von EK – Mehr EK für Eigenhandel – Verhindern von prozyklischer Wirkung von EK-Vorschriften 	<ul style="list-style-type: none"> – EK-Anforderungen für Weiterverbriefungen werden erhöht – EK-Anforderungen für Eigenhandel erhöht 	<ul style="list-style-type: none"> – Nachbesserungen notwendig: – EK-Anforderungen für Eigenhandel nicht ausreichend – Keine ausreichende EK-Vorschriften für Kredite ans Schattenbankensystem – Bislang keine Lösung für Problem der Prozyklik
Derivathandel	<ul style="list-style-type: none"> – OTC-Derivate sollen vereinfacht und standardisiert werden – Für CDS soll es eine gut kapitalisierte zentrale Clearingstelle geben 	<ul style="list-style-type: none"> – Förderung der Standardisierung von Vertragsbedingungen und Kontraktbearbeitung – Förderung einer zentralen Clearingstelle für standardisierte Kontrakte – Transaktionsregister für OTC-Transaktionen 	<p>Nachbesserungen notwendig:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Zentrale Clearingstelle sollte verbindlich gemacht werden – Derivate sollten über Finanz-TÜV standardisiert werden
Ratingagenturen	<ul style="list-style-type: none"> – Aufsicht auf EU-Ebene – Überprüfung des Geschäfts- und Finanzierungsmodells – Verbot gleichzeitiger Beratung und Ratings beim gleichen Kunden – Verbindliche Vorschriften für das Rating von strukturierten Produkten – Einschränkung der Nutzung von Ratings in Finanzvorschriften 	<ul style="list-style-type: none"> – Neue Transparenzvorschriften – Verbot gleichzeitiger Beratung und Ratings beim gleichen Kunden – Registrierungspflicht bei EU-Aufsichtsbehörde 	<p>Nachbesserungen notwendig:</p> <p>Übernahme der Vorschläge der de Larosière-Gruppe</p>
Finanz-TÜV	Nicht vorgesehen	Wie de Larosière-Gruppe	Einführung dringend zu empfehlen; Orientierung an Verfahren zur Zulassung von Medikamenten

* Wenn nicht anders vermerkt, Vorschlag der Kommission



Literatur

- Amtsblatt der Europäischen Union** (2009): Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen.
- Brunnermeier, M.; Crocket, A.; Goodhart, C.; Persaud, A. D.; Shin, H.** (2009): *The Fundamental Principles of Financial Regulation*. Geneva Reports on the World Economy 11: Genf.
- de Larosière-Report** (2009): Brüssel.
- Dullien, S.** (2010): *Testimony on the planned reform of the macroprudential supervision in Europe in front of the ECON Committee of the European Parliament*, January 25, 2010: Brussels. Im Internet zu finden unter <http://www.euro-area.org/blog/?p=252>.
- Dullien, S.; Herr, H. und Kellermann, C.** (2009): *Der gute Kapitalismus*. Bielefeld: Transcript Verlag.
- Dullien, S. und Schwarzer, D.** (2009): *Gerettet wird immer*. *Financial Times Deutschland* vom 13.2.2009, S. 26.
- EU-Kommission** (2009a): *Proposal for Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Banking Authority*. COM (2009) 499.
- EU-Kommission** (2009b), *Proposal for Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Insurance and Occupational Pensions Authority*. COM (2009) 502.
- EU-Kommission** (2009c): *Proposal for Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Securities and Markets Authority*. COM (2009) 503.
- Europa Press Releases** (2009): *Finanzdienstleistungen: Kommission skizziert künftige Maßnahmen für sichere Derivate-märkte*. Reference: IP/09/1546 vom 20.10.2009.
- Europa Press Releases** (2009a): *Kommission schlägt weitere Bankenrechtsänderung mit strengeren Eigenkapital- und Vergütungsrichtlinien für Banken vor*. Reference: IP/09/1120 vom 13.7.2009.
- Europäisches Parlament** (2009): *Stärkung der Finanzmarktstabilität durch schärfere Eigenkapitalvorschriften für Banken*. Pressemitteilung vom 6.5.2009.
- Europäisches Parlament** (2009a): *Stärkung der Finanzmarktstabilität durch schärfere Eigenkapitalvorschriften für Banken*. Pressemitteilung vom 6.5.2009. Reference: IP/09/1546 vom 20.10.2009.
- Gramlich, E. M.** (2007): *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*. Urban Institute Press.
- Helwig, M.** (2008): *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis*. Max Planck Institute for Research on Collective Goods, 2008/43.
- Münchau, W.** (2009): *Die Zeitbombe tickt*. *Financial Times Deutschland* vom 18.3.2009, S. 24.
- Rat der Europäischen Union** (2009): *Proposal for a regulation of the European parliament and the Council establishing a European Securities and Markets Authority (ESMA) – presidency compromise*. Interinstitutional File: 2009/0144 (COD).
- Stichele, M. V.** (2009): *An Oversight of Selected Financial Reforms on the EU Agenda*. Centre for Research on Multinational Corporations. 22.9.2009 (updated version).



Über den Autor

Prof. Dr. Sebastian Dullien lehrt an der Hochschule für Technik und Wirtschaft in Berlin.

Prof. Dr. Hansjörg Herr lehrt an der Hochschule für Wirtschaft und Recht in Berlin.

Impressum

Friedrich-Ebert-Stiftung
Internationale Politikanalyse | Abteilung Internationaler Dialog
Hiroshimastraße 28 | 10785 Berlin | Deutschland

Verantwortlich:
Dr. Gero Maaß, Leiter Internationale Politikanalyse

Tel.: ++49-30-269-35-7745 | Fax: ++49-30-269-35-9248
www.fes.de/ipa

Bestellungen/Kontakt hier:
info.ipa@fes.de

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.

Diese Publikation wird auf Papier aus nachhaltiger Forstwirtschaft gedruckt.

ISBN 978-3-86872-312-0