

Finanzmarktkrise

Ursachen und Bewältigungsstrategien

Andreas Mayert

Die Weltfinanzkrise, die 2007 ihren Anfang nahm und deren Auswirkungen bis heute deutlich spürbar sind, hat zu einer tiefen Erschütterung des Vertrauens in die Funktionsfähigkeit der Märkte und die moralische Integrität der dort handelnden Personen geführt. Eine generelle

Kritik am marktwirtschaftlichen System oder an „Managern“ und „Bankern“ ist jedoch nicht zielführend, denn die Ursachen der Finanzkrise sind weit komplexer. Der vorliegende Text verfolgt das Ziel, die verschiedenen Regulierungslücken, die das Entstehen der Finanzkrise begünstigt haben, umfassend zu analysieren und darauf aufbauend Folgerungen für eine künftig stabilere Finanzmarktarchitektur zu formulieren. In einem weiteren Schritt werden alle bislang erfolgten Regulierungsschritte erläutert und auf ihre Übereinstimmung mit den aus der Finanzkrise zu ziehenden Lehren überprüft. Um einen möglichst breiten Zugang zum Finanzmarktreformprozess zu ermöglichen, schließt sich an den Analyseteil des Textes ein „Tagebuch der Krisenbewältigung“ an, das im April 2008 beginnt und bis zum Ende des Jahres 2010 reicht.

Inhalt

1. Einführung	5
---------------------	---

2.1. Die Kosten der Finanzkrise.....	7
2.2. Zur ökonomischen Begründung einer Regulierung des Finanzmarktes.....	8
2.3. Individuelle Verantwortung im Finanzsystem	11
2.4. Eingrenzung des Themas.....	14
3. Ursachen und Bewältigungsstrategien der Finanzmarktkrise	16
3.1. Eigenkapitalvorschriften.....	16
3.2. Risiko- und Liquiditätsmanagement.....	27
3.3. Hypothekenverbriefungen und Derivatehandel	34
3.4. Zweckgesellschaften	46
3.5. Hedgefonds und andere alternative Anlagefonds.....	50
3.6. Ratingagenturen	55
3.7. Vergütungen	59
3.8. Restrukturierungs- und Abwicklungsregime für systemrelevante Finanzinstitute.....	66
3.9. Internationalisierung und Neuausrichtung der Finanzmarktaufsicht.....	74
4. Schlussbetrachtung.....	79
Literatur	82
Anhang: Tagebuch der Krisenbewältigung – April 2008 bis Dezember 2010	3- 25

1. Einführung

Im Frühjahr 2010 schien es für kurze Zeit fast so, als wäre die Weltfinanzkrise überwunden. Staatliche Rettungspakete für angeschlagene Finanzinstitute sowie umfangreiche Konjunkturprogramme zur Stützung der Realwirtschaft hatten ihre Ziele im Großen und Ganzen erreicht, ein Absturz der Weltkonjunktur nach dem Muster der Weltwirtschaftskrise 1929 konnte vermieden werden. Die tiefe Rezession des Jahres 2009 wurde in den meisten Industriestaaten 2010 von einem moderaten, in Deutschland sogar ausgeprägten, wirtschaftlichen Wachstum abgelöst, Befürchtungen einer langwierigen wirtschaftlichen Depression bewahrheiteten sich nicht. Mehr noch, die weltweit unter dem Eindruck des Beinahezusammenbruchs des Weltfinanzsystems gewachsene Einsicht, dass die bisherige Regulierung von Finanzinstituten, Finanzmärkten und Finanzprodukten schwerwiegende Mängel aufwies, dass die globale Konkurrenz um die attraktivsten Finanzplätze zu einer Erosion gewachsener Grundsätze verantwortungsvoller Finanzwirtschaft geführt hatte und die Risikomanagementsysteme der Banken nur so klug wie ihre Entwickler und so weise wie die Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit waren, eröffnete die Chance auf eine robustere Finanzmarktarchitektur in der Zukunft. Gerade weil die Weltfinanzkrise die Hybris der Vorstellung eines über Selbstregulierung beherrschbaren Risikos hochkomplexer Finanzmärkte bewies, schien sie die Krise zu sein, die alle Krisen beendet.

Im Laufe des Jahres 2010 zeigten jedoch verschiedene Entwicklungen, dass dieser Eindruck, wenn auch nicht notwendigerweise falsch, so doch zu optimistisch war. Den Ankündigungen einer wesentlich schärferen Regulierung der Finanzmärkte folgten zumeist Maßnahmen, die zwar eine Verbesserung der Situation vor der Finanzkrise darstellten, in der wissenschaftlichen Literatur aber überwiegend als enttäuschend beurteilt werden¹. Auch die Bereitschaft zu einem international einheitlichen Vorgehen wurde zunehmend geringer. Zwar gelang auf dem Weltfinanzgipfel im November 2010 in Seoul eine Übereinkunft über die Weiterentwicklung der Finanzmarktregulierung im Rahmen der Vorschläge des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, darüber hinausgehende Beschlüsse einer international koordinierten Wirtschafts- und Finanzpolitik konnten jedoch aufgrund unterschiedlicher nationaler Interessenlagen nicht getroffen werden. Und auch die vom Basler Ausschuss verabschiedeten Vorschläge selbst liefen zu weiten Teilen auf Kompromisslösungen hinaus. Sie verwässerten die ursprünglich angedachte Neuorientierung der Finanzmarktregulierung deutlich. Die Vorschläge begegneten auch den vielen Fehlentwicklungen, die im Zuge der Finanzkrise offengelegt wurden, nicht mit einer konsequenten Abkehr von den bisherigen Regulierungsstandards, sondern lediglich mit dem Versuch einer stärkeren Feinsteuerung.

¹¹ Vgl. z.B. die Beurteilung des SVR (2010, S.135ff.).

Darüber hinaus verdeutlichte die Haushalts- und Liquiditätskrise verschiedener Mitgliedsstaaten der Europäischen Union – die im Februar 2010 in Griechenland ihren Anfang nahm, im Herbst dann Irland erreichte und derzeit eine Vielzahl von Staaten der Europäischen Union bedroht – in zweierlei Hinsicht, dass die Weltfinanzkrise bei Weitem noch nicht ausgestanden ist. Denn zum einen führte bereits die auf das vergleichbar kleine Griechenland beschränkte Liquiditätskrise im Frühjahr 2010 erneut zu einer Vertrauenskrise im Interbankenhandel und machte ein sofortiges Eingreifen staatlicher bzw. supranationaler Institutionen notwendig, um eine weitere weltweite Finanzkrise zu verhindern. Zum anderen führten die Haushaltskrisen in Griechenland und Irland vor Augen, dass die Finanzkrise staatliche Haushalte nicht nur theoretisch, sondern ganz real an die Grenze der Belastbarkeit führt. Eine weitere Krise ähnlichen Ausmaßes würde nicht nur fiskalisch vorbelastete Staaten wie Griechenland oder mit einem im Vergleich zur heimischen Volkswirtschaft unverantwortlich aufgeblähten Finanzsektor ausgestattete Staaten wie Irland in die Zahlungsunfähigkeit treiben, sondern auch jene Staaten, die derzeit noch zu Unterstützungsmaßnahmen aufgerufen und in der Lage sind.

Woran genau es liegt, dass die Finanzmarktkrise bislang noch nicht zum großen Wurf bei der Reform der Finanzmarktarchitektur geführt hat, darüber kann nur spekuliert werden. Ziel des vorliegenden Textes ist es nicht, Mutmaßungen dieser Art anzustellen. Vielmehr geht es darum, möglichst eindeutige Krisenursachen zu identifizieren und darauf aufbauend notwendige Veränderungen der Aufsichtsregeln und des Aufsichtsregimes qualitativ zu begründen. Erst daran anschließend können die geplanten oder bereits umgesetzten Maßnahmen nationaler und supranationaler Gesetzgebungsinstanzen beurteilt werden. Bevor diese Analyse im Einzelnen beginnt, ist es sinnvoll, die Notwendigkeit einer tiefgreifenden Veränderung der Finanzmarktregulierung grundsätzlich zu begründen und das Themengebiet einzugrenzen. Ersteres geschieht in den folgenden Abschnitten 2.1. und 2.2., die sich mit den Kosten der gegenwärtigen Finanzkrise und der ökonomischen Begründung einer Regulierung der Finanzmärkte auseinandersetzen. Die Abschnitte 2.3. und 2.4. befassen sich mit der hier vorgenommenen spezifischen Eingrenzung des Themengebietes: In 2.3. wird erläutert, warum individuelle Bezüge in der weiteren Diskussion nur eine untergeordnete Rolle spielen, 2.4. grenzt das Themengebiet innerhalb des ökonomischen Diskurses ab.

2. Bedeutung und Diskurs der Finanzmarktkrise

2.1. Die Kosten der Finanzkrise

Dass eine deutliche Veränderung der bisherigen Finanzmarktaufsicht und der ihr zugrundeliegenden Regeln geboten ist, macht ein Blick auf die immensen volkswirtschaftlichen Kosten der Finanzkrise deutlich. Zwar weisen alle Versuche einer Bemessung dieser Kosten notwendigerweise Ungenauigkeiten auf – nicht zuletzt, weil die Krise noch nicht beendet ist und zukünftige Belastungen nur abgeschätzt werden können –, vorliegende Berechnungen weisen jedoch weitestgehend in die gleiche Richtung. Einzig die Deutsche Bank (2010) kommt zu dem Urteil, dass die Kosten überraschend niedrig seien und sogar geringer als bei vergangenen Krisen ausfielen. Sie berücksichtigt bei ihrer Einschätzung jedoch nur jene direkten Krisenkosten, die auf staatliche Eigenkapitalspritzen, Garantien und sonstige Rettungsmaßnahmen zurückgeführt werden können. Diese staatlichen Unterstützungsmaßnahmen addieren sich in Deutschland auf 3,5% des BIP, was in etwa 85 Milliarden Euro entspricht. Da gewährte Notfallkredite und Liquiditätshilfen vermutlich zu einem großen Teil zurückgezahlt werden, wird davon ausgegangen, dass die direkten Nettokosten der Krise sogar unter 1% des BIP liegen werden. Das wäre in der Tat ein relativ geringer Betrag. Die Berechnungen der Deutschen Bank berücksichtigen jedoch nur einen Bruchteil der gesamten Krisenkosten. Denn neben den staatlichen Hilfen für Finanzinstitute kam es zu umfangreichen weiteren Belastungen des Fiskus und der Gesamtwirtschaft. Als erstes sind hier die Ausgaben für staatliche Konjunkturprogramme zur Stützung der Realwirtschaft zu nennen. Zusätzlich wird die im Zuge der Krise massiv zugenommene Staatsverschuldung zukünftige Zinsbelastungen und schlechtere Refinanzierungsbedingungen des Staates zur Folge haben. Der Löwenanteil der Krisenkosten wird allerdings in Wachstumseinbußen bestehen. Zwar haben die staatlichen Rettungsmaßnahmen und Konjunkturprogramme eine langfristige wirtschaftliche Depression verhindert, die bereits eingetretenen Einbußen an ökonomischem Output werden sich jedoch langfristig negativ auf das gesamtwirtschaftliche Wohlstandsniveau auswirken.

Eine Berechnung, die diese weitergehenden Krisenkosten berücksichtigt, haben Laeven und Valencia (2010) im Auftrag des IWF vorgelegt. Sie berechnen für den Zeitraum von 2007 bis 2009 drei Maßzahlen für die Krisenauswirkungen: Neben den direkten fiskalischen Kosten durch staatliche Unterstützungsmaßnahmen für den Finanzsektor schätzen sie auch die Kosten entgangenen volkswirtschaftlichen Outputs ab, die als Abweichung des BIP vom langjährigen Trend definiert werden. Als drittes messen sie, wie sich die Finanzkrise auf das Verhältnis der öffentlichen Verschuldung zum BIP ausgewirkt hat. Für die Gruppe der Industriestaaten ermitteln sie so direkte fiskalische Kosten von moderaten 4,9%, jedoch Out-

putverluste von 24,8% des BIP; das Verhältnis der Staatsverschuldung zum BIP nahm aufgrund dessen um 25,1% zu. Für Deutschland macht die Summe aus direkten Krisenkosten (1,8%) und Outputverlusten (28%) knapp 30% des BIP aus, was 720 Milliarden Euro entspricht.

Doch selbst die umfangreichen Berechnungen von Laeven und Valencia (2010) berücksichtigen noch nicht die gesamten Krisenkosten. Denn sie gehen explizit davon aus, die Krise habe im Jahr 2009 geendet und alle Kosten hätten sich bis zu diesem Zeitpunkt bereits realisiert. Davon ist jedoch nicht auszugehen. Die somit immer noch vorhandene Berechnungslücke schließt Dullien (2010), der für Deutschland anhand verschiedener Szenarien abschätzt, welche weiteren Krisenkosten dadurch entstehen werden, dass der tiefe Einbruch des Wirtschaftswachstums im Jahr 2009 (- 4,7%) auch in allen Folgejahren dazu führen kann, dass das BIP unterhalb des langjährigen Wachstumspfades liegt. Im optimistischsten Szenario geht er davon aus, dass sich das zurzeit kräftige Wirtschaftswachstum fortsetzt und der alte Wachstumspfad sehr schnell wieder erreicht wird. Die anderen drei Szenarien sind weniger optimistisch und gehen vom Erreichen des alten Wachstumspfades erst in fernerer Zukunft (Szenario 2) bzw. nie mehr (Szenarien 3 und 4) aus. Für das optimistische Szenario 1 berechnet er einen entgangenen Output von 740 Milliarden Euro, also knapp über 30% des BIP. Im weniger optimistischen Szenario 2 mit einer verzögerten Anpassung an den Wachstumspfad summieren sich die Kosten bereits auf 2200 Milliarden Euro, also auf über 90% eines jährlichen BIPs. Die pessimistischen Szenarien kommen schließlich auf astronomische Kosten von 16,4 bzw. 23,4 Billionen Euro, also dem sieben- bis zehnfachen des BIP.

Selbst unter sehr konservativen Schätzungen sind die Krisenkosten somit enorm. Sie betragen nach den Berechnungen von Laeven und Valencia (2010) und Dullien (2010) wenigstens 720 bis 740 Milliarden Euro und übertreffen so den deutschen Staatshaushalt zweier Jahre (330 Mrd. Euro) bei weitem. Die dadurch verursachte Zunahme der Staatsverschuldung hat auch die deutsche Krisentragfähigkeit an die Belastungsgrenze geführt. Jedenfalls in näherer Zukunft darf sich eine Krise mit vergleichbarem Ausmaß nicht wiederholen. Der Entwurf einer Finanzmarktregulierung, die dafür Sorge trägt, ist somit eine geradezu existentielle Aufgabe.

2.2. Zur ökonomischen Begründung einer Regulierung des Finanzmarktes

Auch unabhängig von den finanziellen Belastungen der derzeitigen Krise lassen sich gute ökonomische Gründe für eine ausgeprägte Regulierung der Finanzmärkte finden. Anders,

als häufig unterstellt wird, wurden die Finanzmärkte vor der Krise bereits umfangreich reguliert. Wie die im dritten Kapitel vorgenommene Analyse zeigen wird, waren die Regeln jedoch lückenhaft und uneinheitlich. Sie ließen große Spielräume für Regulierungsarbitrage, d.h. für die Erlangung temporärer Wettbewerbsvorteile durch gezieltes Unterlaufen von Regeln und Standards. Bevor wir uns diesen Fragestellungen zuwenden, sollte zunächst geklärt werden, was für eine besondere Regulierung der Finanzmärkte spricht.

Traditionell besteht das Ziel der Bankenregulierung hauptsächlich im *Anleger- und Eigentümerschutz*. Anlegern wird unterstellt, dass sie im Regelfall nicht die Expertise besitzen, die wirtschaftliche Situation von Banken oder die Qualität der von ihnen getroffenen Entscheidungen hinreichend genau zu beurteilen. Die besondere Wichtigkeit des Zugangs zu den von Banken angebotenen Leistungen und die Abhängigkeit davon, dass diese Leistungen verantwortungsvoll erbracht werden und es nicht zu einer Vernichtung der Einlagen kommt, rechtfertigen eine besondere Regulierung². Regulierung kann darüber hinaus mit staatlichen Garantien im Rahmen der Einlagensicherung begründet werden. Verhängnisvolle Entscheidungen, die eine Aktivierung der Einlagensicherung nach sich ziehen, stellen ökonomisch eine negative Externalität zu Ungunsten des Staates dar. Der Staat muss von daher mit Kontrollmaßnahmen reagieren. Neben den Anlegern und dem Staat sollen durch die Bankenregulierung auch die Eigentümer vor unverantwortlichem Handeln des Managements geschützt werden. Der Schutzzumfang ist hier aber deutlich niedriger und findet hauptsächlich im Rahmen des Gesellschafts- und Aktienrechts statt.

Die Finanzkrise zeigte, dass diese traditionellen Ziele der Aufsicht und Regulierung wesentlich zu kurz griffen. Denn im bisherigen Aufsichtshandeln wurde das viel weitergehende Ziel des *Systemschutzes* so gut wie vollständig ausgeblendet. Krisen von Finanzinstituten wirken sich aber häufig nicht allein auf die direkt beteiligten Parteien aus, sondern verursachen weitere Kosten, die von anderen Marktteilnehmern und unbeteiligten Dritten getragen werden müssen. Haben Finanzinstitute aufgrund ihrer Größe, ihrer Vernetzung oder ihrer Reputation systemische Bedeutung erlangt, betreffen die Folgen ihrer Schieflage den gesamten Finanzsektor – und in letzter Konsequenz die Gesamtgesellschaft³.

Bislang war man davon ausgegangen, dass die größte systemische Gefahr für den Finanzsektor in einem panikartigen „Bankenrun“ der Anleger besteht, dem mit Einlagensicherungs-

² Vor der Krise führte diese Art der Regulierungsbegründung dazu, dass eine scharfe Beaufsichtigung von Hedgefonds als nicht notwendig angesehen wurde. Denn auf Seiten der Anleger wurde hier ein hohes Maß an Expertise und Tragfähigkeit negativer Ergebnisse unterstellt. Auch ist die Nutzung von Hedgefonds für die Teilnahme am wirtschaftlichen Leben nicht unbedingt notwendig. Anlegerschutz spielte daher keine Rolle.

³ Der SVR (2010, S.169) verwendet zur Beschreibung dieses Tatbestands das anschauliche Bild einer „Umweltverschmutzung“ im Finanzsystem, die von systemischen Akteuren ausgeht.

fonds entgegen gewirkt werden kann. Nicht ein „Bankenrun“ der Anleger erwies sich aber in der Krise als Problem, sondern ein Bankenrun der Finanzinstitute selbst führte zu einem Austrocknen der Marktliquidität und der Refinanzierungsmöglichkeiten am Geldmarkt. Folge war ein Beinahekollaps des Interbankenhandels und die Insolvenz zahlreicher Marktakteure. Doch nicht nur die Gefahr des Auftretens der geschilderten negativen Externalitäten rechtfertigt eine besondere Regulierung systemisch wichtiger Marktakteure: Auch deren Wissen, im Notfall vom Staat gerettet zu werden, kann schwerwiegende ökonomische Verzerrungen verursachen. So können sich systemwichtige Institute aufgrund der unausgesprochenen, aber wohlverstandenen „Too-Big-to-Fail-Doktrin“ zu günstigeren Bedingungen als andere Marktteilnehmer refinanzieren. Ueda und Weder di Mauro (2010, S.114) berechnen beispielsweise einen Zinsvorteil systemischer Finanzinstitute bei der Refinanzierung von 0,1 bis 0,5 Prozentpunkten. Dieser Wettbewerbsvorteil wirkt wie eine Subventionszahlung an systemkritische Finanzinstitute und zieht eine entsprechende Benachteiligung aller anderen Marktteilnehmer nach sich. Auch führt die implizite Staatsgarantie zu einem expliziten Haftungsausschluss der Eigentümer systemkritischer Institute; es liegt nahe, dass eine solche Begrenzung der Haftung die Verfolgung risikoreicher Strategien attraktiver macht. Sei es durch die Vorgabe des Ziels einer exorbitant hohen Eigenkapitalrendite durch die Eigentümer selbst, sei es durch die Duldung eines risikoorientierten Managements. Eine besondere Regulierung vor allem von systemkritischen Finanzmarktakteuren kann mit dem Ziel des Systemschutzes und der Behebung gravierender Marktmängel gerechtfertigt werden.

Eine ausgeprägte Regulierung von Finanzmärkten und Finanzinstituten lässt sich somit zusammenfassend sowohl mit den traditionellen Zielen des Anleger- und Eigentümerschutzes als auch mit dem Ziel des Systemschutzes begründen. Dem Ziel des Systemschutzes dürfte dabei nach den Erfahrungen der Finanzkrise die mittlerweile wohl weit größere Bedeutung zukommen. Denn weder der Anleger- noch der Eigentümerschutz sind Ziele an sich, sondern ergeben sich inhaltlich erst, wenn vorab die Entscheidung für einen weitestgehend marktwirtschaftlich gesteuerten Finanzmarkt getroffen wurde. Grundlage einer solchen Entscheidung ist aber die Vorstellung, auf diese Weise ein möglichst effizientes und stabiles Finanzsystem zu erhalten, das seine Aufgabe – für eine effiziente Preisbildung und Kapitalallokation zu sorgen – auch erfüllt. Dem haben sich jene Ziele unterzuordnen, die bestenfalls Mittel zum Zweck sind. Daher ist weder eine einzelwirtschaftliche noch eine sektorenbegrenzte Betrachtung angemessen: als Teilsystem dient das Finanzsystem der gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrt und ist daher auf dieses Ziel hin zu regulieren und zu beaufsichtigen. Im dritten Kapitel wird deutlich werden, dass viele der angedachten und zum Teil bereits umgesetzten Finanzmarktreformen auch in diese Richtung laufen, auch wenn sie im Einzelnen

noch viel Raum für weitere Verbesserungen lassen.

2.3. Individuelle Verantwortung im Finanzsystem

Neben Fragen nach den eher technischen Ursachen für die Finanzmarktkrise, die ihren Ansatzpunkt in den zu Tage getretenen Markt- und Regulierungsmängeln haben, hat das Gebaren vieler Marktteilnehmer vor und auch während der krisenhaften Entwicklungen auf den Finanzmärkten die Frage nach der individuellen Verantwortung im Finanzsystem aufgeworfen. Die Beispiele hoher Bonuszahlungen an Bankmanager, Investmentbanker und andere Finanzmarktakteure verletzen angesichts der gesellschaftlichen Folgekosten der Krise das Gerechtigkeitsgefühl vieler Menschen. Zum Teil ist es auch schwer zu begreifen und widerspricht den Grundsätzen ökonomischer Logik, dass Bonuszahlungen, von denen mutmaßlich positive Anreizwirkungen ausgehen sollen, scheinbar unabhängig vom tatsächlich eingetretenen Erfolg von Finanzinstituten geleistet wurden. In Frage gestellt wird hier aber neben dem ökonomischen Sachverstand zunächst einmal nur das Anstandsgefühl der Beteiligten, weniger ihre individuelle Schuld und Verantwortung; denn persönliche Schuld lässt sich allein durch die Beobachtung von Gehalts- und Bonuszahlungen nicht ausmachen.

Individuelle Verantwortung und moralische Schuld spielen aber dann eine Rolle, wenn die Selbstwahrnehmung der Finanzmarktakteure mit Rücksicht auf das gesellschaftliche Wohl in Frage gestellt wird⁴. Reichert (2010) beschreibt die Ausbildung eines *gemeinschaftsbezogenen Berufsethos* als wesentlich für die Anerkennung einer Berufsgruppe als Profession, der darauf aufbauend eine hinreichende Selbstregulierung zugetraut werden kann. Für die Berufsgruppe der Investmentbanker kommt Reichert auf Grundlage seiner Untersuchungsergebnisse zu der Einschätzung eines hinsichtlich des Gemeinwohlbezugs ungenügenden Berufsethos. Das schlage sich unter anderem in einem defizitären Verhältnis zu internationalen Regulierungsarrangements nieder⁵. Wenn dem so ist, dann haben einzelne Finanzmarktakteure im Vorfeld und während der Finanzkrise wissentlich gemeinschaftsschädlich oder doch wenigstens mit diesem Ergebnis grob fahrlässig gehandelt.

Auch an dieser Stelle ist zu differenzieren. Häufig wird moralisches Fehlverhalten bereits dann unterstellt, wenn Individuen in erster Linie ihr Eigeninteresse verfolgen. Wer die Verfolgung von Eigeninteressen als Wurzel des Übels ansieht und eine Überwindung derselben fordert, muss sich darüber im Klaren sein, dass er damit auch dem marktwirtschaftlichen

⁴ Vgl. z.B. EKD (2009, S.14): „Die Ursachen der Krise haben auch eine *individualethische Ebene*. Die Handelnden habe ihre Freiheit allein zur unmittelbaren Verwirklichung von Einzelinteressen genutzt. Verantwortlich handelt aber nur derjenige, der eigene Entscheidungen darauf prüft, anderen keinen Schaden zuzufügen. Dies gilt angesichts der globalen Verflechtungen und Abhängigkeiten weltweit.

⁵ Vgl. Reichert (2010, S.71).

System insgesamt die Legitimität nimmt. Denn dieses funktioniert nur dann wie gewünscht, wenn sich Personen so verhalten, wie die ökonomische Theorie annimmt, und angenommen wird explizit, dass der Einzelne vor allem seinen eigenen Vorteil sucht. Dennoch trifft die Verortung moralischen Fehlverhaltens in einer rücksichtslosen Verfolgung des Eigeninteresses einen wichtigen Kern. Das soziale Gesamtgefüge funktioniert nämlich nur, wenn die Verfolgung des Eigeninteresses auch das Wissen um die Notwendigkeit sozialer Verantwortung einschließt.

Die Regeln des Zusammenlebens sind keineswegs eindeutig definiert. Hellwig (2000, S.10) führt hierzu treffend aus: „In der systemtheoretischen Diskussion wird gewöhnlich ein Modell der Marktwirtschaft unterstellt, in dem alle wirtschaftlichen Beziehungen vollständig durch explizite, einklagbare Verträge geregelt sind. In der Realität jedoch beruht vieles auf impliziten, nicht justiziablen Übereinkünften, die nur so lange funktionieren, wie die Beteiligten es klüger finden sich daran zu halten.“ Der Raum der individuellen Verantwortung liegt entsprechend im Unausgesprochenen, Selbstverständlichen und Rücksichtsvollen, in der Durchsetzung impliziter Übereinkünfte und informeller Regeln, von deren Funktionsfähigkeit das Gesamtgebilde existentiell abhängt. Dass hier schwere Missstände zu beobachten waren und zu beobachten sind, lässt sich schwerlich bestreiten. Das wohl anschaulichste Beispiel ist die unten in den Kapiteln 3.3. und 3.4. beschriebene extreme Fristentransformation, die Banken beim über Zweckgesellschaften durchgeführten Handel mit Mortgaged Backed Securities und Collateral Debt Obligations betrieben haben. Das katastrophale Scheitern dieses Geschäftsmodells war nicht Folge von Fehlern oder Fehleinschätzungen, denn die Größe der eingegangenen Risiken war allen Entscheidungsträgern bekannt⁶. Tatsächlich handelte es sich hierbei um einen extremen Fall des bewussten Unterlaufens von Aufsichtsregeln. Die Geschäfte wurden allein deshalb durchgeführt, weil Regulierungsarbitrage kurzfristig hohe Gewinnmargen versprach, die wiederum Grundlage von Erfolg abhängigen Bonuszahlungen waren.

Im Falle der Risikorealisation, so hoffte man, hätte man bereits große Summen verdient und darüber hinaus bestand eine hohe Wahrscheinlichkeit, vom Staat gerettet zu werden. Wie sich gezeigt hat, waren beide Annahmen richtig. Dabei wurden aber all die unausgesprochenen Regeln und impliziten Vereinbarungen verletzt, die für das Funktionieren einer Gemeinschaft grundlegend sind. Die nur über massive externe Hilfen abgewendeten Staatspleiten Griechenlands und Irlands zeigen, dass es sich hierbei nicht um bloße Floskeln handelt. Es ist wohl dieses moralische Fehlverhalten gar nicht so weniger Einzelner, das nach der kurzfristigen Empörung über die Höhe von Bonuszahlungen für ein langfristiges

⁶ Vgl. Hellwig (2009, S.183)

und tiefes Unbehagen über das ethische Selbstverständnis vieler Handelnder am Finanzmarkt gesorgt hat. Deren Verhalten ist dabei auch nicht durch Systemzwänge entschuldbar. Letztlich kann man immer nein sagen und viele der Angesprochenen befanden sich in einer finanziell äußerst komfortablen Situation für eine solche Entscheidung.

Aus christlicher Sicht kann ein unter finanziellen Gesichtspunkten wahrgenommenes „Getriebensein“ ohnehin keine Entschuldigung für Fehlverhalten sein. Moralische Integrität beweist sich nun einmal vor allem in schwierigen Situationen. Wären wir alle lediglich Getriebene eines Systems, hätte jede maßgeblich von Menschen verursachte Krise oder Katastrophe nur die moralische Bedeutung eines Erdbebens. Es muss an dieser Stelle nicht weiter erläutert werden, dass eine solche Vorstellung mit dem christlichen Verständnis von Freiheit zur Verantwortung nicht vereinbar ist.

Dennoch wird der Aspekt individueller Verantwortung in den weiteren Ausführungen keine große Rolle spielen. Warum ist das so? Wir haben uns für eine Ausgrenzung dieses Themengebietes entschieden, weil unserer Ansicht nach Appelle an die individuelle Verantwortung für die Funktionsfähigkeit und Stabilität eines so komplexen Gebildes wie dem Finanzmarkt bestenfalls eine äußerst begrenzte Wirkung entfalten können⁷. Damit soll nicht gesagt sein, dass Einzelne durch derartige Appelle nicht erreichbar wären. Es darf jedoch bezweifelt werden, dass solchermaßen *erreichte* Personen noch lange Entscheidungsverantwortung am Finanzmarkt tragen. Wer aufgrund verantwortungsvollen Handelns die durch die Marktdisziplin gebotenen Ziele nicht erreicht beziehungsweise hinter der Konkurrenz zurückbleibt, wird das Nachsehen – solange, wie eine unzulängliche Regulierung die Möglichkeit bietet, aus unverantwortlichem Handeln und Regulierungsarbitrage Wettbewerbsvorteile zu ziehen⁸.

Eine Eigenkapitalrendite von beispielsweise 25%, die von großen Banken als Ziel verkündet wird, ist nicht Beweis einer inhärenten Verantwortungslosigkeit der Finanzmarktakteure, sondern geht auf Ansprüche der Eigenkapitalgeber zurück. Und die lassen sich aus dem ableiten, was am Markt *unter den gegebenen Bedingungen* maximal möglich ist. Genügt eine Bank diesen Ansprüchen nicht, fließt das Kapital woanders hin. Und selbst wenn eine Bank eine geringere Eigenkapitalrendite mit dem Hinweis auf besonders verantwortungs-

⁷ So im Ergebnis auch Reichert (2010, S.74), der angesichts des fehlenden Gemeinwohlbezugs im Berufsethos von Investmentbankern auf formale Regulierungsmaßnahmen setzt, die „Finanzpraktikern mehr Spielräume für eine verantwortliche professionelle Praxis“ eröffnen.

⁸ Hierbei besteht kein Widerspruch zu den obigen Ausführungen zur individuellen Verantwortung für moralisch verwerfliches Handeln. Anders, als es etwa die Wirtschaftsethik eines Karl Homann behauptet, ist es durchaus möglich, überindividuelle Systemlogiken zu konstatieren, ohne die einzelnen Handelnden aus der Verantwortung für das eigene Tun zu entlassen.

volles Wirtschaften rechtfertigen würde: Wer sollte das glauben? Renditen lassen sich einfacher beobachten als eingegangene Geschäftsrisiken. Eine geringe Rendite kann auf viele Gründe zurückzuführen sein, zum Beispiel schlicht auf Ineffizienz⁹. Will man folglich ein Finanzsystem so ausgestalten, dass verantwortungsvolles Handeln nicht sanktioniert wird oder unglaublich ist, dann muss man die Regulierung und Aufsicht entsprechend ausgestalten. Wir sehen es daher als gerechtfertigt an, das Thema der individuellen Verantwortung am Finanzmarkt im Folgenden zu vernachlässigen.

2.4. Eingrenzung des Themas

Im dritten Kapitel wird es um die Diskussion der Ursachen der Finanzmarktkrise gehen, wobei es allein schon aus Platzgründen nicht möglich sein wird, diese Ursachen vollständig und abschließend zu diskutieren. Wir legen den Schwerpunkt auf jene Aspekte, die von Finanzmarktregulierung und Aufsicht möglichst direkt erreichbar sind. Diese Einschränkung erscheint angemessen, weil sich der behandelte Themenbereich auf diese Weise mit den Themen deckt, die Gegenstand der wichtigsten nationalen und internationalen Diskussions- und Gesetzgebungsprozesse sind.

Einige der Diskussionen, die von der Finanzkrise angestoßen wurden, werden von daher nicht oder nur am Rande behandelt. So wird in der Wissenschaft und Öffentlichkeit eine heftige Debatte um die These geführt, dass der tiefere Grund für den Ausbruch der Finanzmarktkrise in den globalen Leistungsbilanzungleichgewichten zu suchen sei, während Schwächen in der Regulierung und Aufsicht der Finanzmärkte eine durch diese makroökonomischen Rahmenbedingungen eingetretene Entwicklung nur beschleunigten oder verstärkten, nicht aber an erster Stelle auslösten¹⁰. Diese These ist äußerst wichtig, soweit sie den Zusammenhang der exzessiven privaten Verschuldung in den USA, Spanien und Irland und der ebenso exzessiven Ersparnisbildung in China und Deutschland verdeutlicht und anmahnt, dass eine stabile globale Finanzmarktarchitektur zwingend von global abgestimmten Wirtschaftsregeln begleitet werden muss. Ebenso wie die Ausnutzung der international un-einheitlichen Regulierung der Finanzmärkte konsequent verhindert werden muss, wird es künftig notwendig sein, auch dem verhängnisvollen Zusammenspiel von rein export-orientierten Wachstumsstrategien einiger Staaten mit dem auf private Verschuldung gestützten Wachstumsmodell anderer Staaten wirksam entgegenzutreten. Dass auf dem Weltfinanzgipfel im November 2010 in Seoul diesbezüglich kein gemeinsames Vorgehen der G-20 beschlossen wurde, kann als schwerer Rückschritt der internationalen Krisenbewältigung

⁹ Dieses Glaubwürdigkeitsproblem dürfte einer der Gründe dafür sein, dass der Marktanteil von Ökobanken und anderen alternativen Finanzinstituten trotz der Finanzkrise bislang marginal geblieben ist.

¹⁰ Vgl. z.B. Steinbach/Steinberg (2010, S.1).

gesehen werden.

Die angesprochene These sollte aber nicht so interpretiert werden, dass sie eine Hierarchie von makroökonomischen Krisenursachen und den eher mikroökonomisch orientierten Ursachen im Regulierungs- und Aufsichtsregime beschreibt. Vielmehr bedingten makro- und mikroökonomische Krisenursachen einander insoweit, als sich vermutlich keiner der beiden Ursachenkomplexe ohne den anderen dermaßen katastrophal ausgewirkt hätte. Es ist daher gerechtfertigt, wenn im vorliegenden Text der Schwerpunkt auf das Regulierungs- und Aufsichtsregime gelegt wird und in Bezug auf die Bedeutung der globalen Leistungsbilanzungleichgewichte auf die spezifisch darauf ausgerichteten Literaturbeiträge verwiesen wird¹¹.

Der Text wird sich ebenfalls nicht weiter mit der Sichtweise auseinandersetzen, die Finanzkrise sei in erster Linie auf eine verfehlte Geldpolitik der amerikanischen Notenbank zurückzuführen. Dass die Niedrigzinspolitik der Federal Reserve eine gewisse Rolle bei der Genese der Finanzmarktkrise gespielt hat, ist zwar nicht gänzlich unwahrscheinlich. Warum jedoch eine laxen Geldpolitik nur auf einem Markt zu einer Preisblase führen sollte, während die Inflationsrate ansonsten gering ist, konnte bislang nicht schlüssig geklärt werden. Ebenso erklärt die amerikanische Geldpolitik nicht die weltweite Verbreitung der zunächst regional und sektoral auf den amerikanischen Hypothekenmarkt begrenzten Krise¹².

Andere Autoren sehen eine wichtige Ursache der Krise in einer verfehlten Sozialpolitik der US-Regierung. Diese habe die Vergabe von Subprime-Krediten durch Hypothekenbanken maßgeblich unterstützt, um auch Geringverdienern den Erwerb von Haus- und Grundeigentum zu ermöglichen. Diese Sichtweise ist aber erstens inhaltlich ausgesprochen fraglich und verdeckt zweitens die eigentliche Problematik des Umgangs mit Hypothekenverbriefungen. Ihre inhaltliche Fraglichkeit ergibt sich daraus, dass die quasi-staatlichen Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac, die vor allem für eine staatliche Beeinflussung der Kreditvergabe in Frage kommen, sehr lange Zeit keine Subprime-Kredite an bonitätsschwache Kunden vergaben, sondern im Gegenteil relativ strikte Underwriting-Standards hatten. Zur Ausweitung dieses Marktsegments kam es erst, als ab dem Jahr 2000 Investmentbanken Subprime-Kredite für sich entdeckten und massiv in die von Zweckgesellschaften herausgegebenen Hypothekenverbriefungsprodukte investierten¹³. Die Entscheidung für eine Ausweitung dieses Marktes wurde folglich von privaten Marktteilnehmern getroffen, die nicht

¹¹ Vgl. für einen Überblick z.B. Horn/Joebges/Zwiener (2009) und Priewe (2010).

¹² Vgl. Hellwig (2010a, S.2).

¹³ Vgl. Hellwig (2010a, S.13).

unter staatlichem Einfluss standen¹⁴. Der Rekurs auf eine verfehlte staatliche Sozialpolitik verdeckt zweitens, dass sowohl Subprime-Kredite als auch Hypothekenverbriefungen für sich genommen nicht gefährlich sind. Die Gefahr, die von ihnen ausging, lag in ihrer spezifischen Konstruktion sowie der Art des Vertriebs der Verbriefungsprodukte. Diese Punkte werden in Kapitel 3.3. ausführlich besprochen.

Die vorliegende Analyse wird über die genannten Punkte hinaus insofern begrenzt sein, als sie sich bei den geschilderten Krisenbewältigungsstrategien auf jene konzentriert, die für Deutschland entscheidend sind. Der ebenfalls wichtige Finanzmarktreformprozess in den Vereinigten Staaten wird nur am Rande vorkommen. Zudem musste eine Auswahl der Krisenursachen und der Stellschrauben des Regulierungs- und Aufsichtsregimes vorgenommen werden, so dass einige Aspekte nicht berücksichtigt werden konnten. Diese Einschränkung betrifft zum Beispiel die Diskussion um die Einführung einer Finanztransaktionssteuer. Wir haben uns zu dieser wichtigen Frage bereits umfänglich geäußert, der entsprechende Beitrag kann als Ergänzung zu der vorliegenden Abhandlung gesehen werden¹⁵.

Im dritten Kapitel werden die wichtigsten Regulierungsbereiche des Finanzmarktes jeweils in Bezug auf (a) ihren Beitrag zur Finanzkrise („Hintergrund“), (b) existierende Vorschläge einer besseren Regulierung („Aufgaben“) und (c) die sich im politischen Entscheidungsprozess befindlichen bzw. bereits durchgeführten Reformmaßnahmen („Wo steht man heute?“) vorgestellt. Unter (c) wird auch jeweils eine Bewertung der einzelnen Krisenbewältigungsstrategien vorgenommen. Im vierten Kapitel wird ein kurzes Resümee des bisherigen Finanzmarktreformprozesses gezogen. Im Anhang findet sich als Zusatzinformation eine Zeitleiste („Tagebuch der Krisenbewältigung“), die chronologisch über die wichtigsten Reformdiskussionen, Reformbemühungen und Reformmaßnahmen auf Gesetzgebungsebene im Zeitraum vom April 2008 bis zum Dezember 2010 informiert.

3. Ursachen und Bewältigungsstrategien der Finanzmarktkrise

3.1. Eigenkapitalvorschriften

(a) Hintergrund

¹⁴ Allerdings unterstützte der Staat dieses zweifelhafte Geschäftsmodell, indem er erlaubte, dass Hypothekenkredite ohne Eigenkapital der Kreditnehmer vergeben werden konnten.

¹⁵ Vgl. Mayert/Wegner (2009).

Im Finanzsektor hatte im Vorfeld der Krise das *Leverage*, d.h. die Verhältniszahl von Fremd- und Eigenkapital, deutlich zugenommen. Viele Banken gingen deutlich unterkapitalisiert in die Finanzkrise und wiesen eine entsprechend geringe Krisentragfähigkeit auf. Dass es so weit gekommen war, ging paradoxerweise zu einem großen Teil auf die Neugestaltung der Eigenkapitalvorschriften im Rahmen des Basler Akkords zurück, deren Ziel eigentlich eine risikogerechtere Ausgestaltung der Kapitalunterlegungsverpflichtungen war.

Noch bis 1996 waren die Eigenkapitalunterlegungspflichten von Positionen im Handels- und Kreditbuch der Banken unabhängig von Markt- bzw. Kreditrisiken. Die im ersten Basler Akkord von 1988 vorgesehene Pflicht einer Eigenkapitalunterlegung von 8% bedeutete, dass Banken tatsächlich eine Eigenkapitalquote von 8% aufwiesen. Mit einer Ergänzung des Basler Akkords im Jahr 1996 änderte sich das jedoch: Banken erhielten nun die Möglichkeit, ihre Anlagen im Handelsbuch gemäß den Einschätzungen interner Risikomodelle oder externer Ratings mit dem Marktrisiko zu gewichten. Die formal weiterhin vorgeschriebene Eigenkapitalquote von 8% bezog sich nun zu einem erheblichen Teil auf die risikogewichteten Aktiva. Da aber das Risiko durch Hedging, Verbriefungen, den Abschluss von Ausfallversicherungen und ähnliche Konstruktionen (scheinbar) stark reduziert werden konnte, nahm im Ergebnis die tatsächliche Eigenkapitalquote stark ab. Mit dem Inkrafttreten von Basel II wurde die Möglichkeit der internen Risikogewichtung zusätzlich auch auf Anlagen im Kreditbuch ausgeweitet. In vielen Banken betrug die Eigenkapitalquote im Vorfeld der Finanzkrise infolgedessen nur noch 2 bis 2,5% der Bilanzsumme¹⁶. Anders ausgedrückt, die Verschuldung der Banken im Zuge des Basler Akkords stieg von 1996 bis 2007 vom knapp 12-fachen auf das 40- bis 50-fache des Eigenkapitals. Die Unterkapitalisierung der Banken selbst, aber vor allem auch die Spielräume, die Banken bei der Risikogewichtung besaßen, brachten eine Vielzahl von Problemen mit sich. Diese Probleme waren zum Teil bereits vor dem Ausbruch der Finanzkrise diskutiert worden, deren dramatische Auswirkungen zeigten sich aber erst während der Finanzkrise.

Erstens ergaben sich auf Seite der einzelnen Banken starke Anreize, unter den zur Risikogewichtung zulässigen internen Risikobewertungsmodellen jene auszuwählen, die das Risiko als möglichst gering auswiesen. Wurden zur Risikobewertung externe Ratings herangezogen, ergab sich das Problem, dass sowohl die Finanzinstitute als auch die Ratingagenturen ein hohes Interesse an möglichst günstigen Ratings hatten. Hinzu kam, dass sich die Vorstellung, eine exakte Risikobemessungen dem Grunde nach überhaupt durchführen zu können, während die Finanzkrise als ebenso illusorisch erwies wie die Annahme, Risiken

¹⁶ Vgl. BMWi (2010, S.14).

durch komplexe Hedgingstrategien beinahe vollständig ausschließen zu können¹⁷.

Tatsächlich erweckten viele Institute nach Eintritt der Finanzkrise den Eindruck, das Ausmaß ihrer Risikoexposition tatsächlich nicht erkannt zu haben. Möglicherweise hatte das aufsichtsrechtliche Vertrauen in die Ergebnisse bankinterner Risikomanagementsysteme eine Haltung unterstützt, sich auch innerhalb einzelner Banken blind auf die Ergebnisse mathematischer Risikomodelle zu verlassen.

Offenbar wurde im Vorfeld der Krise *zweitens* nicht gesehen, dass die Methode der bankeninternen Risikogewichtung in krassem Widerspruch zu den Zielen von Aufsicht und Regulierung stand¹⁸. Wenn Regulierung vor allem dem Anlegerschutz dienen soll, dann ist es hochproblematisch, die exakte Ausgestaltung dieses Schutzes den beaufsichtigten Banken zu weiten Teilen selbst zu überlassen. Wenn das Ziel von Regulierung hingegen Systemschutz ist, dann bleibt unklar, warum man sich dabei auf interne Risikomodelle verlassen sollte, die das systemische Risiko überhaupt nicht abbilden und mangels Informationen auch gar nicht abbilden können¹⁹.

Drittens setzte die Ausgestaltung der aufsichtsrechtlichen Mindestkapitalanforderungen Anreize zu Regulierungsarbitrage in Form der Übertragung von Kreditforderungen vom Kredit in das Handelsbuch. Ein solches Vorgehen war vorteilhaft, weil bis zum Inkrafttreten der Basel-II-Regeln die Möglichkeit einer risikogewichteten Eigenkapitalunterlegung nur für Marktrisiken bestand, während Kreditrisiken weiterhin mit 8% Eigenkapital zu unterlegen waren. Damit ergab sich eine direkte Motivation, ausgegebene Kredite über Zweckgesellschaften fungibel zu machen und sie anschließend risikogewichtet ins Handelsbuch zu übernehmen²⁰. Das Problem eines solchen Vorgehens bestand darin, dass Kreditrisiken nicht verringert, aber die formalen Kapitalunterlegungspflichten reduziert wurden, so dass die Risikoexposition der Banken im Ergebnis zunahm. Wie die Finanzkrise gezeigt hat, erwies sich dabei insbesondere die Auslagerung von Kreditrisiken an Zweckgesellschaften als fatal²¹. Zwar verfügen Banken seit Inkrafttreten von Basel II auch für Kreditrisiken über die Möglichkeit einer risikogewichteten Eigenkapitalunterlegung, so dass die Anreize zur Regulierungsarbitrage geringer geworden sind. Dieser Fortschritt wird jedoch dadurch erkauft, dass nun für alle Vermögenspositionen die problematische Risikogewichtung maßgeblich ist.

¹⁷ Vgl. hierzu im Einzelnen Kapitel 3.2.

¹⁸ Siehe hierzu auch Kapitel 2.2.

¹⁹ Ebenso auch Hellwig (2009, S.193).

²⁰ Vgl. Kaserer (2009, S.25).

²¹ Vgl. hierzu im Einzelnen Kapitel 3.4.

Viertens konnten sich die durch die zunehmende Verschuldung auf Seiten der Finanzinstitute Anreize zu einer überhöhten Risikofreude ergeben. Sie wirtschafteten zunehmend mit fremdem Geld, während Durchgriffsrechte auf das vergleichsweise geringe Haftungskapital begrenzt waren. Die Aushöhlung der Haftungsfunktion des Eigenkapitals, unterstützt durch die implizite staatliche Bestandsgarantie für systemrelevante Finanzinstitute, hatte auf Seiten der Eigentümer tendenziell eine zu starke Betonung von Renditezielen und eine spiegelbildliche Vernachlässigung eingegangener Risiken zur Folge²². Ähnliche Anreize ergaben sich für das Management, dessen Entlohnung zwar positiv von kurzfristigen Erfolgsziffern, nicht aber negativ von eingegangenen Risiken abhing und deren Haftung noch weit geringer als jene der Eigentümer war.

Fünftens führte der hohe Verschuldungsgrad der Finanzinstitute dazu, dass sie abhängiger vom kontinuierlichen Zugang zu Fremdkapitalquellen wurden. Das Vorhalten äußerst geringer Kapitalpuffer war ohne eine Gefährdung der Solvabilität nur so lange möglich, wie Refinanzierungsnotwendigkeiten im Rahmen der Fristentransformation durch die kontinuierliche Liquidität des Marktes für kurzfristige Geldmarktpapiere gegeben war. Die Kenntnis anderer Marktteilnehmer über die Unterkapitalisierung vieler Finanzinstitute und ihre Abhängigkeit von kurzfristigem Fremdkapital führte jedoch im Zuge der Finanzkrise sehr schnell zu ausgeprägtem Misstrauen der Banken untereinander. In der Situation einer drohenden Insolvenz einer Vielzahl von Finanzinstituten waren Banken aus verständlichen Gründen nicht mehr bereit, einander Geld zu leihen. Das Versiegen des Refinanzierungsmarktes zog beinahe augenblicklich die Insolvenz von Finanzinstituten nach sich, die aufgrund extremer Fristentransformation bei eigenen Geschäften – oder den Geschäften wirtschaftlich von ihnen abhängiger Zweckgesellschaften – auf eine kontinuierliche Refinanzierung angewiesen waren. Ein vollständiger Zusammenbruch des Interbankenhandels konnte nur durch umfangreiche staatliche Garantien und Ausfallbürgschaften verhindert werden.

Sechstens führte die hohe Verschuldung der Banken, die in guten Zeiten über den Fremdkapitalhebel zu hohen Eigenkapitalrenditen geführt hatte, in der Finanzkrise spiegelbildlich zur Notwendigkeit eines ausgeprägten Deleveraging, das heißt zur Veräußerung von Aktiva, um aufsichtsrechtliche Eigenkapitalvorschriften noch einhalten zu können. Aufgrund geringer Kapitalpuffer drohte eine Unterschreitung des vorgegebenen Eigenkapitals sehr schnell. Wegen der vorgeschriebenen Marktwertbilanzierung – der Pflicht zur zeitnahen Abschreibung der Positionen im Handelsbuch der Banken auf den jeweiligen Tageswert – hatten Banken dabei wenig Spielräume. Bei einer Eigenkapitalquote von nur 2% führte jede durch Verlusttragung verursachte Verringerung des Eigenkapitals zur Notwendigkeit einer

²² So auch BMWi (2010, S.24).

50-mal umfangreicheren Veräußerung von Vermögensanlagen, um die Mindestkapitalvorschriften einzuhalten²³. Diese Veräußerungen waren zusätzlich, da beinahe alle Finanzinstitute zur gleichen Zeit zu Deleveraging gezwungen waren, nur zu Kursen möglich, die in keinem Verhältnis zu den langfristigen Ertragschancen der jeweiligen Anlagen standen. Auch eine alternative Aufnahme war für viele Finanzinstitute während der Krise kaum noch möglich; das extreme Misstrauen auf den Märkten führte dazu, dass auch auf Eigenkapital hohe Bewertungsabschläge die Regel waren²⁴.

Der zuletzt genannte Punkt kann als einer der Hauptgründe angesehen werden, warum sich die zunächst auf einige Institute beschränkte Krise in kürzester Frist zu einer Systemkrise auswuchs. Zur technischen Insolvenzvermeidung, d.h. zur Vermeidung einer Verletzung regulatorischer Vorgaben, waren so gut wie alle Banken in der Krise zu einem ausgeprägten Deleveraging und letztlich zum Verkauf von Anlagen weit unter dem langfristigen Ertragswert gezwungen. Folglich sanken die Kurse weiter und weitere Wertabschreibungen wurden notwendig. Das Aufsichtsrecht selbst hatte diesen Teufelskreis mit verursacht.

Die seit 1996 geltenden Eigenkapitalvorschriften tragen für die Entstehung und Verschärfung der Krise somit in zweierlei Hinsicht Verantwortung. Erstens begünstigten sie über verschiedene Kanäle die Unterkapitalisierung des Bankensektors. Zweitens konnten sie einen offenbaren Widerspruch in den verschiedenen Funktionen des Eigenkapitals nicht auflösen²⁵: Eigenkapital sollte zum einen eine Pufferfunktion wahrnehmen, um eingetretene Verluste zu kompensieren. Es sollte also der Sicherung der langfristigen Solvabilität dienen. Zum anderen diente die Eigenkapitalquote aber auch als regulatorische Kennziffer, deren Unterschreiten die sofortige Pflicht zur Rekapitalisierung oder zu Delaveraging nach sich zog, wodurch die Solvabilität direkt in Frage gestellt wurde. Eine Eigenkapitalbasis, die aus aufsichtsrechtlichen Gründen nicht unterschritten werden darf, kann offensichtlich nicht zugleich dazu dienen, Verluste auffangen. Die Eigenkapitalvorschriften mussten so, verstärkt durch die Pflicht zur Marktwertbilanzierung von Positionen im Handelsbuch, hochgradig prozyklisch wirken.

(b) Aufgaben

Es herrscht in der wissenschaftlichen Literatur weitgehende Einigkeit, dass die Eigenkapitalvorschriften deutlich verschärft und die in der Krise zu Tage getretene Unterkapitalisierung der Banken im Ergebnis überwunden werden müssen. Die Komplexität der Eigenkapitalvor-

²³ Vgl. Hellwig (2010b, S.4)

²⁴ Vgl. Kaserer (2009, S.24), der von Bewertungsabschlägen auf Eigenkapital von bis zu 50% ausgeht.

²⁵ Vgl. Hellwig (2010a, S.9) und BMWi (2010, S.29).

schriften bietet dazu mehrere Ansatzpunkte. Ein besonders einfacher besteht darin, wieder vollständig zu den vor 1996 geltenden „groben“ Eigenkapitalvorschriften ohne Risikogewichtung zurückzukehren. Dazu wäre es nicht einmal notwendig, die aufsichtsrechtlich vorgeschriebene Eigenkapitalquote von 8% zu erhöhen, würde sie doch ohne die Möglichkeit der Risikogewichtung eine Verdrei- bis Vervierfachung des Eigenkapitals der Banken implizieren. Diese einfache Lösung wird jedoch kaum diskutiert und hat entsprechend keine realistische Umsetzungschance – unter anderem deshalb, weil als Reaktion darauf eine Risikoausweitung der von Banken getätigten Geschäfte befürchtet wird. Aber eine deutliche Erhöhung des regulatorischen Eigenkapitals ist auch auf andere Weise möglich.

Erstens könnte als Annäherung an die oben geschilderte Einfachlösung die Möglichkeit, Eigenkapitalunterlegungspflichten mithilfe von Risikomodellierung zu umgehen, durch die Einführung einer risikogewichteten Verschuldungsquote („*Leverage-Ratio*“) begrenzt werden²⁶. Damit würde eine *explizite* Verschuldungsobergrenze eingeführt. Bislang werden der Verschuldung nur *implizit* durch die maximal mögliche Nutzung von eingeräumten Spielräumen bei der Risikomodellierung Grenzen gesetzt. Zweck einer solchen Verschuldungsquote wäre zunächst, den Anreizen zu einer „Schönrechnung“ der Risiken umfänglich eine Grenze zu setzen. Sie würde aber zudem auch eine Art Sicherheitsnetz gegen die unvermeidlichen Schwächen der bankinternen Risikomanagementsysteme spannen²⁷.

Bei der Einführung einer Leverage-Ratio ist darauf zu achten, dass sie hinreichend hoch ist, um tatsächlich zu einer deutlichen Erhöhung der Eigenkapitalbasis der Finanzinstitute beitragen zu können. Wie geschildert, lagen die ungewichteten Eigenkapitalquoten vor der Krise bei 2 bis 2,5%; eine nur unwesentlich höhere Verschuldungsquote würde an den damit verbundenen Problemen nur wenig ändern²⁸. Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie fordert daher beispielsweise eine ungewichtete Eigenkapitalquote von 10%²⁹.

Eine *zweite* Möglichkeit zur Erhöhung der Eigenkapitalausstattung von Banken könnte darin bestehen, an der Risikogewichtung festzuhalten, aber die risikogewichtete Eigenkapitalquote von 8% auf einen höheren Wert anzupassen. Möglichkeiten zur Risikomodellierung würden weiter bestehen, *ceteris paribus* wäre aber jedes gegebene Risiko mit mehr Eigenkapital zu unterlegen.

²⁶ Vgl. SVR (2010, S.150).

²⁷ So auch BMWi (2010, S.47).

²⁸ Vgl. Haldane/Alessandi (2009, S.7).

²⁹ Vgl. BMWi (2010, S.47).

Eng damit verbunden besteht die *dritte* Möglichkeit zur Erhöhung des regulatorischen Eigenkapitals darin, die Risikogewichte für unterschiedliche Positionen zu erhöhen. Auch damit würde man zwar an der Risikomodellierung und den damit verbundenen Schwachstellen festhalten, doch jedes gegebene Risiko würde im Vergleich zu heute die Pflicht einer höheren Eigenkapitalunterlegungspflicht nach sich ziehen. Ein Problem dieser Lösung besteht allerdings darin, dass sie erneut starke Anreize zu Regulierungsarbitrage setzt. Jedenfalls in der Vergangenheit ist es Finanzinstituten stets gelungen, durch geschäftliche Konstruktionen und Produktinnovationen Risiken scheinbar zu reduzieren und auf entsprechend geringere Risikogewichte auszuweichen.

Unabhängig von der absoluten Höhe des Eigenkapitals hatten sich während der Krise die prozyklischen Auswirkungen der Eigenkapitalvorschriften als ein Hauptproblem erwiesen. Das lag vor allem daran, dass die widersprüchliche Doppelnatur des Eigenkapitals als Puffer gegen Verluste und als regulatorische Kennziffer nicht ausreichend genug erkannt worden war. Banken waren nach Ausbruch der Krise häufig sehr schnell zu ausgeprägtem Deleveraging gezwungen, um die aufsichtsrechtlichen Kennziffern einhalten zu können. Sie setzten somit eine Abwärtsspirale der Wertpapierkurse in Gang, zudem mussten sie ihren Wertpapierbestand weit unter dem langfristigen Ertragswert veräußern. Die Eigenkapitalvorschriften sollten daher Regeln zur Bildung und Auflösung antizyklischer Puffer enthalten. Zudem sollten aufsichtsrechtliche Kennziffern flexibler als bisher ausgestaltet sein und bei Unterschreitung einen je nach Ausmaß abgestuften Sanktionskatalog nach sich ziehen. In diesem Zusammenhang könnte daran gedacht werden, Banken in Krisenzeiten die Möglichkeit einzuräumen, bei der Bewertung vom Marktwertprinzip abzuweichen, um hohe Abschreibungen auf das Eigenkapital zu vermeiden.

Neben der Veränderung der absoluten Höhe des vorgeschriebenen Eigenkapitals besteht ein weiterer Ansatzpunkt robusterer Eigenkapitalvorschriften darin, die Anforderungen an die Kapitalqualität zu schärfen. Gemeint ist damit, dass die Zurechnung verschiedener Positionen zum Eigenkapital an strengere Vorschriften als bisher geknüpft wird. In der Krise hatte es sich zum Teil als problematisch erwiesen, dass etwa Beteiligungen von Banken an anderen Banken zum Eigenkapital gerechnet werden konnten, während der Systemkrise aber rasch an Wert verloren. Zudem war es in Deutschland auch möglich, stille Reserven zum Eigenkapital zu zählen, so dass eine Beurteilung der tatsächlichen Haftungsfähigkeit verschiedener Eigenkapitalpositionen erschwert wurde. Auch trugen die international unterschiedlichen Vorschriften zur Berücksichtigung von Positionen im regulatorischen Eigenkapital nicht zu Transparenz und Vertrauen der Marktteilnehmer untereinander bei.

In der wissenschaftlichen Literatur wird als Ergänzung zu den geschilderten Maßnahmen häufig gefordert, die Strenge der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalvorschriften von der Systemrelevanz der beaufsichtigten Institute abhängig zu machen. Systemrelevante Banken würden so im Ergebnis weit schärferen Eigenkapitalpflichten unterliegen als „normale“ Institute³⁰. Für diesen Vorschlag spricht einiges. Die Regulierung nicht systemrelevanter Banken muss keine Rücksicht auf das Ziel des Systemschutzes nehmen. Die Konzentration auf den Anleger- und Eigentümerschutz macht aber ein weit weniger ausgeprägtes Regulierungsniveau notwendig. Nicht systemrelevante Banken kommen darüber hinaus nicht in den Genuss der impliziten Bestandsgarantie des Staates und haben so gegenüber systemrelevanten Banken einen deutlichen Wettbewerbsnachteil³¹. Eine geringere Regulierungsdichte würde diesen Wettbewerbsnachteil reduzieren und könnte daher auch aus ordnungspolitischen Gründen befürwortet werden.

Die Konzentration schärferer Regulierung auf systemrelevante Banken steht allerdings vor dem Problem, zunächst einmal eine geeignete Definition von Systemrelevanz zu entwickeln. Nahe liegend wäre eine Definition, die an Größe und Vernetzung anschließt. In der Krise zeigte sich jedoch, dass auch kleineren und wenig vernetzten Instituten systemische Bedeutung zukommen kann, wenn zum Beispiel ihre Insolvenz eine Vertrauenserosion auslöst. Im Finanzsystem können zudem nicht nur Banken systemrelevant sein. Die Insolvenz eines Clearinghauses im Derivatehandel oder eines Monoline-Versicherers von Kreditausfallrisiken kann ebenfalls Systemkrisen auslösen. Dennoch wäre es angemessen, wenigstens für Großbanken, die eine bestimmte Bilanzsumme überschreiten, schärfere Eigenkapitalregeln vorzuschreiben als für kleinere Institute. Damit könnte eine Bilanzaufblähung mithilfe exzessiver Verschuldung künftig unattraktiver gemacht werden.

(c) Wo steht man heute?

Zu einer wirklich substanziellen Verschärfung der Eigenkapitalregulierung ist es erst gekommen, als sich auf dem Weltfinanzgipfel im November 2010 die Mitgliedsstaaten der G-20 darauf einigen konnten, die im Oktober des gleichen Jahres vom Basler Ausschuss vorgelegten Vorschläge zur Eigenkapital- und Liquiditätsregulierung von Banken („Basel III“) in den nächsten Jahren umzusetzen. Zuvor dominierten auf nationaler und internationaler Ebenen Gesetzgebungsschritte, die eher an einzelnen Stellschrauben der Eigenkapitalvorschriften als an grundsätzlichen Fragen ansetzten.

³⁰ So z.B. CEP (2009, S.12) , Borio (2009, S.115) und Kaserer (2009, S.93).

³¹ Vgl. Kapitel 2.2.

So trat im August 2009 in Deutschland das Gesetz zur Stärkung der Finanzmarkt- und Versicherungsaufsicht in Kraft, das unter anderem Regeln zur Erhaltung des Eigenkapitals von Banken bei sich abzeichnenden Schieflagen enthielt. Die Aufsichtsbehörde hat seither das Recht, unter bestimmten Bedingungen bereits vor der Unterschreitung aufsichtsrechtlicher Eigenkapitalkennziffern Maßnahmen zur Sicherung der Eigenkapitalbasis – zum Beispiel ein Ausschüttungsverbot von Gewinnen – zu verhängen. Sie kann zudem frühzeitig eine Rekapitalisierung verlangen. Das aufsichtsrechtliche Instrumentarium der Eigenkapitalregulierung wurde damit etwas flexibler. Es ermöglicht nun antizipierende Eingriffe bereits bevor eine Krise tatsächlich eingetreten ist. Die Eigenkapitalvorschriften selbst wurden damit materiell jedoch nicht verschärft.

Im Juli 2010 nahm das Europäische Parlament den Vorschlag der Europäischen Kommission und des Europäischen Rates zur Änderung und Ergänzung der Basel-II-Richtlinien an, womit bereits im Vorfeld von Basel III einige aufsichtsrechtliche Verschärfungen der Eigenkapitalvorschriften auf den Weg gebracht wurden, die jedoch noch national umzusetzen sind. Ziel der neuen Regeln ist vor allem, die Spielräume der Banken bei der Risikogewichtung der Eigenkapitalunterlegungspflichten zu begrenzen. Dazu sollen die für interne Risikomodelle geltenden Standards verschärft werden. Insbesondere müssen die Berechnungsmodelle künftig zwingend die Möglichkeit außergewöhnlicher Stresssituationen berücksichtigen, wodurch künftig wenigstens ein Teil der systemischen Risikoexposition berücksichtigt werden muss. Banken werden zu diesem Zweck verpflichtet, regelmäßig interne Stresstests durchführen. Für Verbriefungsrisiken im Handelsbuch der Banken sollen zudem standardisierte Eigenkapitalforderungen vorgeschrieben werden können, so dass eine Risikomodellierung hier künftig direkt begrenzt werden kann. Darüber hinaus soll der Einfluss externer Ratings auf die Risikogewichte verringert werden. Beim Rating von Verbriefungspositionen sollen Auswirkungen von Risikoabsicherungen nicht mehr berücksichtigt werden dürfen, wenn sie vom investierenden Institut selbst gewährleistet werden. Damit soll vor allem Möglichkeiten der Regulierungsarbitrage Vorschub geleistet werden, bei denen Kreditforderungen von Zweckgesellschaften verbrieft und anschließend von Instituten angekauft werden, die selbst Sponsor der entsprechenden Zweckgesellschaft sind.

Mit der im November 2010 erzielten internationalen Übereinkunft über die Weiterentwicklung der Bankenregulierung im Rahmen von Basel III sind nun aber sehr viel weitergehende Reformen der Eigenkapitalregulierung beschlossen worden. Diese greifen viele der unter (b) angesprochenen Aufgaben – wenigstens richtungsmäßig – auf. Die Mindesthöhe des regulatorischen Eigenkapitals wird dabei ausgehend von den derzeit gültigen 8% zwar nicht

erhöht, wohl aber werden die strukturelle Zusammensetzung und die Qualitätsanforderungen verschärft. Statt bislang 4% müssen künftig 6% des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals aus sogenanntem Kernkapital – aus gezeichnetem Kapital und Gewinnrücklagen – bestehen. Der Anteil des anrechenbaren sogenannten Ergänzungskapitals wird entsprechend von 4% auf 2% verringert. Diese Umstrukturierung wird jedoch nicht sofort, sondern schrittweise von 2013 bis 2015 umgesetzt. Ergänzend läuft die Möglichkeit der Hinzurechnung bestimmter Positionen zum Eigenkapital – zum Beispiel stiller Reserven – zwischen 2013 und 2023 schrittweise aus. Die internationalen Regeln werden in diesem Zeitraum angeglichen.

Zusätzlich zum regulatorischen Eigenkapital von 8% muss künftig auch ein „*Kapitalerhaltungspuffer*“ im Umfang von 2,5% aufgebaut werden. Der Kapitalerhaltungspuffer wird ebenfalls schrittweise, allerdings erst zwischen 2016 und 2019, eingeführt. Dieses zusätzliche Eigenkapital ist eine Antwort auf das oben geschilderte Problem der doppelten Funktion des Eigenkapitals als Puffer gegen Verluste und als aufsichtsrechtliche Kennziffer. Verluste sollen künftig zunächst vom Kapitalerhaltungspuffer getragen werden, ohne dass sich an eine Unterschreitung der aufsichtsrechtlich vorgegebenen 2,5% direkt starke aufsichtsrechtliche Eingriffe und Sanktionen knüpfen. Aufsichtsbehörden können bei Unterschreitung aber Kapitalerhaltungsmaßnahmen verlangen, indem sie beispielsweise Gewinnausschüttungen und Bonuszahlungen verbieten. Sowohl die Banken als auch die Aufsichtsbehörden erhalten so mehr Flexibilität in ihren Reaktionsmöglichkeiten.

Neben dem Kapitalerhaltungspuffer wird den Nationalstaaten zukünftig die Möglichkeit eingeräumt, von Banken den Aufbau eines *antizyklischen Kapitalpuffers* im Umfang von ebenfalls 2,5% zu verlangen. Auch dieser Kapitalpuffer soll der Prozyklizität des Aufsichtshandelns entgegen wirken. Die angesammelten Mittel sollen dazu im Rhythmus des Konjunkturzyklus auf- beziehungsweise abgebaut werden. Anders als beim Kapitalerhaltungspuffer ist ein temporäres Unterschreiten der vorgegebenen 2,5% im Wirtschaftszyklus der Regelfall und zieht keine Aufsichtseingriffe nach sich.

Auch das Problem der Risikomodellierung und Risikogewichtung wird mit Basel III aufgegriffen. So werden die Risikogewichte erhöht und verfeinert. Wichtiger ist aber, dass die Neuregelungen die Einführung einer *risikounabhängigen Verschuldungsquote* beziehungsweise *Leverage-Ratio* vorsehen. Diese wird jedoch lediglich 3% betragen. Ausgehend davon, dass die Eigenkapitalquoten vor der Krise bei 2 bis 2,5% lagen, impliziert die Leverage Ratio nur eine moderate Verringerung des maximalen Verschuldungsgrades vom 40- bis 50-fachen auf das 33-fache des Eigenkapitals. Sie wird zudem nur schrittweise eingeführt. Von 2013 bis 2017 erfüllt sie lediglich eine Informationsfunktion, erst ab 2018 wird

sie – nach erneuter Überprüfung und Beratung – eine verbindliche aufsichtsrechtliche Kennziffer sein.

Wie sind die bisherigen Reformschritte bei der Eigenkapitalregulierung zu bewerten? In der Literatur herrscht relativ einmütig das Urteil, dass die bisherigen Gesetzgebungsschritte eine Verbesserung zur Situation vor Ausbruch der Finanzkrise darstellen, dass sie aber bei weitem nicht ausreichen werden, künftige Finanzkrisen wirksam zu verhindern³².

Insbesondere die Festsetzung der Leverage-Ratio auf lediglich 3% wird kritisiert. Der Hauptanteil der Eigenkapitalunterlegungspflichten wird sich damit auch weiterhin aus den internen Risikomodellen der Banken ergeben. Es ist zweifelhaft, ob die vorgesehene Verfeinerung und Erhöhung der Risikogewichte allein ausreichend ist, um die grundsätzlichen Mängel der bankinternen Risikomodellierung zu beseitigen. Dass die Leverage Ratio so gering ausgefallen ist, ist nicht zuletzt auf heftige Lobbytätigkeit der Finanzbranche zurückzuführen. Die äußerst moderate Verschärfung der Eigenkapitalregulierung wird dabei von Bankenvertretern³³, aber zum Teil auch von Vertretern der Aufsicht³⁴, zumeist mit höheren Kosten von Eigenkapital gegenüber Fremdkapitalfinanzierung gerechtfertigt. Auf Eigenkapital werde von Anlegern eine Rendite von 25% gefordert, die weit über den Fremdkapitalzinsen liege. Die entsprechend höheren Kapitalkosten müssten auf Kreditnehmer umgelegt werden und führten so zu höheren Finanzierungskosten in der Realwirtschaft, unter Umständen sogar zu einer Kreditklemme³⁵. Damit wiederum wären Wachstumseinbußen verbunden.

Diese Argumentation ist jedoch aus mehreren Gründen falsch³⁶. *Erstens* ist die geforderte Eigenkapitalrendite unter anderem deshalb so hoch, *weil* Banken mit einem hohen Ausmaß an Verschuldung arbeiten und daher einem entsprechenden Risiko ausgesetzt sind. Ein höheres regulatorisches Eigenkapital senkt aber dieses Risiko und damit auch die Risikoprämie auf das Eigenkapital, so dass die Kapitalkosten sinken. Das geringere Geschäftsrisiko würde zudem auch auf Fremdkapital zu entrichtende Risikoprämien senken, so dass auch hierdurch die Kapitalkosten zurückgingen. Auf vollkommenen Kapitalmärkten neutralisieren sich daher die kostensteigernden und kostensenkenden Effekte einer höheren Eigenkapitalfinanzierung exakt. Selbst auf unvollkommenen Kapitalmärkten würden die Kostensteigerungen einer höheren Eigenkapitalfinanzierung durch die kompensierenden Effekte auf die Kapitalkosten zumindest stark reduziert³⁷.

³² So z.B. SVR (2010, S.136 und S.148), Steinbach/Steinberg (2010, S.3) und BMWi (2010, S.23).

³³ Vgl. z.B. IIF (2010).

³⁴ Interview mit dem Präsidenten der BaFin Jochen Sanio in der Börsen-Zeitung vom 11.11.2010.

³⁵ Eine analoge Argumentationskette wird regelmäßig auch als Argument gegen eine Finanztransaktionssteuer angeführt, vgl. Mayert/Wegner (2009).

³⁶ Vgl. zu den folgenden Ausführungen v.a. Admati/De Marzo/Hellwig/Pfleiderer (2010).

³⁷ Vgl. Hellwig (2010b, S.12).

Zweitens ist ein erheblicher Teil des Fremdkapitalfinanzierungsvorteils darauf zurückzuführen, dass diese Finanzierungsform durch steuerliche Ungleichbehandlung gegenüber Eigenkapitalfinanzierung implizit subventioniert wird. Die dadurch verursachte Marktverzerrung zugunsten von Fremdkapitalfinanzierung ist aber keineswegs schützenswert, sondern führt zu einer ineffizienten Kapitalallokation. Sie kann nicht als Argument gegen stärkere Eigenkapitalfinanzierung dienen. Falls schließlich, *drittens*, vermehrte Eigenkapitalfinanzierung aus Sicht einer einzelnen Bank tatsächlich kostspieliger als Fremdkapitalfinanzierung ist, so sagen diese *einzelwirtschaftlichen* Zusatzkosten noch nichts darüber aus, ob auch *volkswirtschaftlich* Zusatzkosten anfallen. Falls durch eine robustere Eigenkapitalbasis das Auftreten von Finanzkrisen vermindert wird, werden hierdurch volkswirtschaftliche Kosten astronomischen Ausmaßes eingespart. Es ist unwahrscheinlich, dass schärfere Eigenkapitalvorschriften im Zeitablauf volkswirtschaftlich relevante Kosten verursachen; eher noch dürfte das Gegenteil der Fall sein.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die bislang im Rahmen der Finanzmarktreform getroffenen Maßnahmen zur Eigenkapitalregulierung enttäuschend ausfallen. Nur in Teilen wurden die im Zuge der Finanzkrise offensichtlich gewordenen Schwächen der bisherigen Vorschriften so aufgegriffen, dass die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen wesentlich verringert wird. Solche Fortschritte finden sich vor allem bei der Erhöhung der Qualität des Eigenkapitals und bei der Einführung eines gestuften Regulierungsregimes über den neuen Kapitalerhaltungspuffer. Hingegen wird am Verfahren der risikogewichteten Eigenkapitalunterlegungspflichten und damit an der weitgehenden Selbstregulierung der Banken grundsätzlich festgehalten. Viele der vorgesehenen Regulierungsschritte werden zudem erst in einigen Jahren greifen. Aber möglicherweise finden sich ja in anderen Regulierungsbereichen weitergehende Reformschritte. Ob dem so ist, werden die nächsten Abschnitte zeigen.

3.2. Risiko- und Liquiditätsmanagement

(a) Hintergrund

Dass die Risiko- und Liquiditätsmanagementsysteme von Banken und anderen Finanzinstituten im Vorfeld der Finanzkrise offenbar versagt haben, ist offensichtlich. Als Schwachpunkt stellte sich dabei heraus, dass häufig vor allem rein vergangenheitsbezogene Statistikmodelle verwendet und somit spezifischen Risiken unterschätzt wurden, für die noch keine ausreichenden Erfahrungen aus der Vergangenheit vorlagen – etwa zu spezifischen Risiken strukturierter Wertpapiere. Häufig war auch die Zahl der Beobachtungen gering und

die verwendeten Zeitreihen waren so kurz, dass sie vor allem die Phase des fortgesetzten Aufschwungs auf den Finanzmärkten zwischen 2002 und dem Sommer 2007 abbildeten.³⁸

Zusätzlich zu Informationsproblemen wiesen die Risikomessverfahren auch technische Mängel auf, die zur Folge hatten, dass maßgebliche Risiken systematisch keine angemessene Berücksichtigung fanden. Die Möglichkeit des Auftretens von extremen Stresssituationen vom Ausmaß der Finanzkrise („Tail-Events“) wurde gar nicht erst in die Risikoschätzverfahren einbezogen – und konnte es auch nicht, da ein derart außergewöhnliches Ereignis in der Vergangenheit noch niemals eingetreten war³⁹. Die Realisation derartiger Ereignisse lässt sich daher auch überhaupt nicht schätzen, so dass es hierbei bereits grundsätzlich nicht um messbare Risiken mit bestimmten Wahrscheinlichkeiten, sondern um den Zustand vollständiger Unsicherheit geht⁴⁰. Umso unverständlicher ist es, dass sowohl in Banken wie auch auf Seiten der Aufsicht keinerlei Sicherheitsnetze vorgesehen waren, die den nicht vorhersagbaren Fall des Eintritts eines unsicheren Ereignisses berücksichtigen⁴¹. Zudem wurde in den internen Schätzverfahren nicht berücksichtigt, dass die zu einem bestimmten Zeitpunkt gemessenen Risiken im Zeitablauf großen Veränderungen unterliegen können, die von außen nicht beobachtbar sind. So war Finanzinstituten regelmäßig die systemische Risikoexposition ihrer Geschäftspartner nicht bekannt, weil zum Beispiel deren über Zweckgesellschaften abgewickelte Transaktionen völlig intransparent waren. Auch Risikokumulationen bei Gegenparteien ließen sich schwer beobachten. So führte der Abschluss einer Kreditausfallversicherung häufig dazu, dass das unterliegende Kreditrisiko als nicht mehr relevant angesehen wurde.

Das Risiko aber, dass der Kreditversicherer große Mengen solcher Versicherungen abgeschlossen hatte, die bei einer Systemkrise gleichzeitig fällig werden und schnell seine Risikotragfähigkeit in Frage stellen, wurde dabei völlig außer Acht gelassen. Missachtet wurde auch, dass bestimmte Geschäftsmodelle Verhaltensänderungen der Marktakteure implizierten, die das unterliegende Risiko eingegangener Kontrakte im Zeitablauf deutlich erhöhten. Das Instrument der Hypothekenverbriefung führte aufgrund von Konstruktionsmängeln dazu, dass die Qualität der Hypothekenkredite im Zeitablauf immer weiter sank, das Kreditausfallrisiko entsprechend zu- und die Qualität der strukturierten Wertpapiere ab-

³⁸ Vgl. Hellwig (2010a, S.33).

³⁹ Vgl. Rudolph (2009, S.48).

⁴⁰ Vgl. Haldane (2010, S.13).

⁴¹ Unternehmen der privaten Versicherung sind aufgrund der Möglichkeit des Eintretens unsicherer Ereignisse zur Vorhaltung einer Solvabilitätsreserve verpflichtet, deren Ziel es ausdrücklich ist, die Ruinwahrscheinlichkeit zu minimieren. Es ist wenig verständlich, warum Banken über die risikogewichtete Eigenkapitalunterlegung hinaus nicht zur Bildung einer Solvabilitätsreserve mit gleichem Zweck verpflichtet waren.

nahm⁴². Ebenfalls ignoriert wurden häufig Risikokorrelationen, während Einmalereignisse zu stark berücksichtigt wurden.

So hatte der Immobilienboom in den Vereinigten Staaten seinen Ursprung in der Entwicklung des Instruments der Hypothekenverbriefung und den Zinssenkungen der amerikanischen Zentralbank nach dem September 2001. Beide Ereignisse ließen sich jedoch nicht wiederholen. Stattdessen waren die Hypothekenverbriefungsprodukte, unabhängig davon, ob sie Subprime- oder Prime-Kredite beinhalteten, gemeinsam dem Risiko steigender Zinsen ausgesetzt. Steigende Zinsen führten aber dazu, dass auch das Kreditausfallrisiko zunahm, so dass auch Kreditausfallversicherer als Gegenparteien von diesem Risiko betroffen waren. Deren Risikoexposition wirkte aber wiederum auf das Risiko der Hypothekenverbriefungsprodukte zurück. Komplexe Risikokorrelationen dieser Art lassen sich aber nicht messen. Auch hier handelt es sich folglich eher um einen Zustand der Unsicherheit denn um ein mit Eintrittswahrscheinlichkeiten beschreibbares Risiko.

Ähnliche Mängel traten beim Liquiditätsmanagement auf. Banken waren hier über ihre Zweckgesellschaften das Risiko extremer Fristentransformation eingegangen, indem sie langfristige Hypothekenverbriefungsprodukte über revolving herausgegebene, extrem kurzfristige Anleihen („Commercial Papers“) refinanzierten. Als Risiko wurde allein die Möglichkeit einer Zinsänderung angesehen. Dass aber der gesamte Markt für kurzfristige Anleihen vollständig zusammenbrechen und eine kurzfristige Refinanzierung nicht mehr möglich sein würde, wurde in keiner Weise berücksichtigt, da es noch niemals vorgekommen war⁴³. Es wurde daher auch keine Vorsorge für dieses Ereignis getroffen, so dass viele Banken innerhalb kürzester Zeit zahlungsunfähig wurden.

Die Tragik des Versagens der Risiko- und Liquiditätsmanagementsysteme liegt darin, dass nicht nur die Banken selbst, sondern auch die Aufsicht ein blindes Vertrauen in ihre Zuverlässigkeit gesetzt hatten. Wie in Abschnitt 3.1. beschrieben wurde, zogen falsche Risikoeinschätzungen eine viel zu geringe Eigenkapitalunterlegung risikogewichteter Aktiva nach sich. Ein zusätzliches Eigenkapitalpolster für den Fall des Eintritts eines nicht vorhersagbaren Tail-Events war überhaupt nicht vorgesehen. Die Banken gingen daher extrem unterkapitalisiert in die Krise und das dadurch zeitnah notwendig werdende Deleveraging hatte ein schnelles Auswachsen der Krise zu einer Systemkrise zur Folge, wodurch die Ergebnisse von Risikomessverfahren endgültig obsolet wurden.

⁴² Vgl. hierzu im Einzelnen Kapitel 3.3.

⁴³ Vgl. Hellwig (2010a, S.27).

Man ist geneigt, es als Hybris zu bezeichnen, dass man im Vorfeld der Krise geglaubt hatte, Risiken mithilfe aufwendiger Verfahren so gut wie exakt bestimmen zu können. In der Finanzkrise erwiesen sich die Vorhersagen dieser Modelle im Grunde als komplett wertlos. Es stellt sich die Frage, warum man sich in diesem Ausmaß auf mathematische Schätzverfahren verließ, die teils konstruktionsbedingt, teils aufgrund von Informationsmängeln viele Risiken gar nicht in ihre Berechnungen einbeziehen *konnten*. Verschiedene Erklärungen kommen dafür in Frage. Erstens lassen sich hochkomplexe Verfahren, die nur von einigen Experten vollständig verstanden werden, nur schwer in Frage stellen, wenn man nicht in der Lage ist, auf diesem Niveau zu kommunizieren. Einwände setzen sich dann der Gefahr aus, als dilettantisch gebrandmarkt zu werden. Es gibt viele Beispiele dafür, dass das Risikoccontrolling der Banken im Vorfeld der Krise in der Tat ein hohes Ausmaß an Autonomie besaß⁴⁴.

Eine weitere Erklärung liegt in der sogenannten „Disaster Myopia“, einer Kurzsichtigkeit gegenüber den Folgen des Eintretens sehr unwahrscheinlicher Extremereignisse⁴⁵. Die geringe statistische Wahrscheinlichkeit extremer Ereignisse kann dazu führen, ihre auf einen großen Zeitraum verteilten Kosten für niedrig zu halten und damit zu unterschätzen. Dabei wird außer Acht gelassen, dass die immensen Kosten von Tail-Events auch bei Aufteilung über einen langen Zeitraum beachtlich sind. Auch indirekte Folgekosten werden häufig nicht ins Kalkül gezogen. Zudem wird verkannt, dass der auf einen Zeitpunkt konzentrierte Eintritt eines Extremereignisses zu einer direkten Überbelastung und zum Zusammenbruch des Gesamtsystems führen kann. Eine dritte mögliche Erklärung für das blinde Vertrauen in statistische Risikomessverfahren ist in Moral Hazard zu sehen. Wie bereits in Abschnitt 3.1. beschrieben, setzen die risikogewichteten Eigenkapitalunterlegungspflichten starke Anreize zur Nutzung jener zulässigen Risikomodelle, die zu möglichst günstigen Risikoeinschätzungen kommen⁴⁶.

Banken haben daher keinen Anreiz, offensiv mit der Unmöglichkeit der Bestimmung bestimmter Risiken oder den inhärenten Schwächen der Risikomanagementsysteme umzugehen. Sie müssten dann befürchten, kurzfristig mit höheren Eigenkapitalanforderungen und langfristig mit einer Ergänzung der risikogewichteten Eigenkapitalunterlegung um eine Risiko ungewichtete Verschuldungsquote konfrontiert zu werden⁴⁷. Die Beobachtung, wie kritisch Bankenvertreter auch noch nach der tiefen Finanzkrise einer Leverage-Ratio gegenüberstehen, kann nur die Schlussfolgerung nach sich ziehen, dass derartige Verhaltensrisiken

⁴⁴ Vhl. Hellwig (2009, S.152)

⁴⁵ Vgl. Rudolph (2009, S.48).

⁴⁶ Vgl. auch Dullien/Herr (2010, S.5)

⁴⁷ Vgl. BMWi (2010, S.20).

keinen geringen Einfluss ausüben. Hinzu kommt, dass die implizite Bestandsgarantie des Staates im Ergebnis dazu geführt hat, dass viele Risiken tatsächlich nicht von Banken getragen werden mussten. Es ist sicher nicht zu vermessen anzunehmen, dass sie sich der Möglichkeit eines solchen Auswegs bereits im Vorfeld der Finanzkrise bewusst waren.

(b) Aufgaben

Nachdem die Finanzkrise vor Augen geführt hat, dass sich nie alle Entwicklungen im Vorneherein absehen und entsprechend in Risiko- und Liquiditätsmanagementsystemen abbilden lassen, sollte Banken künftig eine risikounabhängige Mindestliquiditätsausstattung vorgeschrieben werden. Ihre Aufgabe würde darin liegen, die auf fehlende Informationen und auf nicht statistisch vorhersagbare Extremereignisse zurückgehende Ruinwahrscheinlichkeit von Finanzinstituten zu verringern. Eine Umsetzung dieser Forderung wäre z.B. über die Verpflichtung zur Einhaltung einfacher, risikoungewichteter Liquiditätskennzahlen möglich. Ergänzend sollten Banken die Angemessenheit ihrer Liquiditätsausstattung durch regelmäßig durchzuführende Stresstests, die etwa ein Austrocknen von Refinanzierungsmärkten simulieren, nachweisen müssen. Zur Abbildung spezifischer Refinanzierungsrisiken wäre es auch denkbar, die Mindestliquiditätsvorschriften positiv vom Ausmaß eingegangener Fristentransformation abhängig zu machen⁴⁸. Damit würden nicht nur Risiken reduziert, sondern zusätzlich auch Geschäftsstrategien verteuert, die maßgeblich zur Finanzmarktkrise beigetragen haben.

Soweit darüber hinaus weiterhin auf bestehende Risiko- und Liquiditätsmanagementsysteme zurückgegriffen wird, sollten sie die mittlerweile identifizierten, bislang aber unbeachtet gebliebenen Risiken berücksichtigen müssen⁴⁹. Notwendig wäre es zudem, auf Aufsichtsebene all jene verfügbaren Informationen zu sammeln und bereitzustellen, zu denen einzelwirtschaftlich kein Zugang besteht. Betroffen wären davon im Rahmen des Risk-Mappings gesammelte Informationen über Risikoverteilungen und Risikokumulationen. Sinnvoll wäre es zusätzlich, künftig neben mathematischen Risikoschätzverfahren auch belastungsfähige individuelle Risikobeurteilungen der Entscheidungsträger und Aufsichtsratsmitglieder zur Pflicht zu machen. Auf diese Weise könnte eine Abkopplung des Unternehmensmanagements vom Risikocontrolling verhindert und Moral Hazard reduziert werden⁵⁰.

Des Weiteren sollten die verwendeten internen und externen Risiko- und Liquiditätsmanagementsysteme standardisiert, strenger überwacht und die Anforderungen an zu-

⁴⁸ Vgl. Haldane/Alessandi (2009, S.10).

⁴⁹ Vgl. Weber (2009, S.13).

⁵⁰ So auch Dullien/Herr (2010, S.10).

lässige Verfahren so konkretisiert werden, dass Regulierungsarbitrage zukünftig wirksam verhindert wird⁵¹. Finanzinstitute sollten vollständig über berücksichtigte Risikoexpositionen und Strategien der Risikobegrenzung informieren müssen und die den Ergebnissen der Risikomodelle zugrunde liegenden Annahmen offen legen müssen.

(c) Wo steht man heute?

Ähnlich wie bei der Reform der Eigenkapitalvorschriften ist es auch beim Risiko- und Liquiditätsmanagement erst durch die auf dem Weltfinanzgipfel im November 2010 in Seoul erzielte Einigung über die Weiterentwicklung des Basler Abkommens zur Bankenregulierung („Basel III“) zu einem substantiellen Reformfortschritt gekommen. Zuvor wurden jedoch bereits einige Einzelregelungen beschlossen. So enthält das im August 2009 in Deutschland in Kraft getretene Gesetz zur Stärkung der Finanzmarkt- und Versicherungsaufsicht Maßnahmen zur Liquiditätssicherung von Finanzinstituten. Die Finanzmarktaufsichtsbehörde hat seitdem das Recht, bereits bei sich abzeichnenden Liquiditätsschwierigkeiten einen Liquiditätsentzug durch Gewinnausschüttungen oder Zahlungen an Verbundunternehmen zu verbieten und eine höhere Liquiditätsausstattung zu verlangen.

Die im Juli 2010 vom Europäischen Parlament angenommenen Vorschläge der Europäischen Kommission und des Rates zur Änderung und Ergänzung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG enthalten eine Regelung, die Finanzinstitute dazu verpflichtet, ihre Sponsorentätigkeit für Zweckgesellschaften und ihre Beteiligung an verbundenen Unternehmen vollständig transparent zu machen. Dadurch wird es für Finanzinstitute künftig leichter, die Risiken von Geschäftsbeziehungen mit anderen Finanzinstituten realistisch einzuschätzen. Die Richtlinien enthalten außerdem Verschärfungen der aufsichtsrechtlichen Anforderungen an bankinterne Risikoschätzverfahren von Verbriefungspositionen im Handelsbuch. Zudem müssen bankinterne Modelle bei der Risikogewichtung künftig auch die Möglichkeit von sich außergewöhnlich schnell verschlechternden Marktbedingungen berücksichtigen.

Die im November von der G-20 beschlossenen Basel-III-Regeln enthalten vor allem für das Liquiditätsmanagement noch deutlich weitergehende Maßnahmen. Deren materielle Umsetzung wird allerdings erst in einigen Jahren erfolgen. Die wichtigste Maßnahme besteht in der Einführung zweier neuer Liquiditätskennziffern, die künftig zwingend eingehalten werden müssen. Die *Liquidity Coverage Ratio* folgt dabei der oben geschilderten Anforderung, bei den Liquiditätsvorschriften deutlich mehr als bislang die Möglichkeit kurzfristig auftretender extremer Stressszenarien zu berücksichtigen. Ausgehend von den Nettoliquiditäts-

⁵¹ Vgl. Kaserer (2009, S.93).

anforderungen einer aufsichtsrechtlich definierten Stresssituation müssen Banken künftig Vermögenspositionen höchster Bonität und Liquidität in einem Umfang vorhalten, der die fortgesetzte Zahlungsfähigkeit für einen Zeitraum von mindestens 30 Tagen garantiert. Die Liquidity Coverage Ratio soll ab 2015 verbindlich werden. Ziel der zweiten neuen Liquiditätskennziffer, der *Net Stable Funding Ratio*, ist die Sicherstellung der mittelfristigen Liquidität. Sie ermittelt hierzu den zu erwartenden Refinanzierungsbedarf einer Bank, der sich aus den Vermögenspositionen auf der Aktivseite der Bilanz und aus außerbilanziellen Aktivitäten ergibt, und setzt ihn zur Liquidität der Positionen auf der Passivseite der Bilanz in Beziehung. Damit begegnet die *Net Stable Funding Ratio* grundsätzlich dem Problem extremer Fristentransformation bzw. den damit einhergehenden Risiken. Die Liquidität der Passiv- und der Refinanzierungsbedarf der Aktivpositionen gehen dabei allerdings risikogewichtet in die Liquiditätskennziffer ein. Analog zur Risikogewichtung der Eigenkapitalunterlegung kommen dabei bankinterne Risikomanagementsysteme zum Einsatz. Die *Net Stable Funding Ratio* wird ab 2018 verbindlich eingeführt.

Eine zusammenfassende Beurteilung der Reformfortschritte im Bereich des Risiko- und Liquiditätsmanagements fällt nicht leicht, zumal die wichtigsten Reformschritte erst in einigen Jahren ihre Wirkung entfalten werden. Analog zur Beurteilung der Eigenkapitalvorschriften kann aber bereits festgehalten werden, dass die Neuregelungen prinzipiell Schritte in die richtige Richtung enthalten. Insbesondere die Einführung der Liquidity Coverage Ratio wird die kurzfristige Liquiditätsausstattung der Banken deutlich erhöhen und kann vermutlich verhindern, dass sie, wie während der Finanzkrise wiederholt geschehen, beinahe über Nacht illiquide werden und gerettet werden müssen. Auch die *Net Stable Funding Ratio* könnte ein großer Fortschritt sein, wenn es ihr gelingt, die Risiken extremer Fristentransformation tatsächlich abzubilden. Dass hierbei jedoch erneut auf das Instrument der bankinternen Risikokalibrierung zurückgegriffen wurde, zeigt ein Hauptproblem der bisherigen Reformfortschritte.

Trotz des massiven Versagens der internen Risikomanagementsysteme und der Summe der im Zuge der Krise aufgedeckten Mängel – die zum Teil grundsätzlicher Natur und damit nicht überwindbar sind – verlässt man sich aufsichtsrechtlich weiterhin darauf, Risiken seien über solche Verfahren weitestgehend berechen- und beherrschbar. Häufig wird dieser Kritik mit dem Argument begegnet, dass ein auf Risikoeinschätzung beruhender Anleger- und Systemschutz immer noch besser sei als einer, der Risiken völlig vernachlässigt. Dieses Argument ist jedoch irreführend. Macht man sich bewusst, dass vor allem systemische Risiken eigentlich gar nicht berechenbar sind, dann sind die risikogewichteten Eigenkapitalunterlegungspflichten und Liquiditätsanforderungen ebenso krude wie jede risikoun-

gewichtete Kennziffer. Da sie aber dazu noch im Zeitablauf zu einer Aushöhlung der aufsichtsrechtlichen Sicherheitspuffer beitragen, führten sie – wenigstens in der Vergangenheit – zu einer stärkeren, nicht zu einer geringeren Risikoexposition der Finanzinstitute. Damit soll nicht gesagt sein, dass derartige Modelle in Zukunft keine Rolle mehr spielen sollten. Sie sollten jedoch von robusten, risikoungewichteten Kennziffern begleitet werden. Immerhin mit der Liquidity Coverage Ratio ist dies gelungen, auch wenn sie erst 2015 eingeführt wird. Es bleibt zu hoffen, dass es nicht bereits zuvor erneut zu Verwerfungen im Interbankenhandel und einer sich daran anschließenden Liquiditätskrise kommt.

3.3. Hypothekenverbriefungen und Derivatehandel

(a) Hintergrund

Bevor wir in die Thematik tiefer einsteigen, ist es zweckmäßig, kurz auf Inhalt und ökonomischen Zweck von Hypothekenverbriefung einzugehen. Mit dieser Vorgehensweise lässt sich nicht zuletzt die Frage klären, ob Hypothekenverbriefungen an sich schädliche Finanzmarktprodukte sind, oder ob lediglich ihre spezifische Ausgestaltung prominent zu Entstehung und Verlauf der Krise beigetragen hat.

Traditionell beinhaltet ein Hypothekenkredit nur zwei Parteien: Eine Bank als Kreditgeber, den Haus- und Grundeigentümererwerber als Kreditnehmer. Der Wert des Haus- und Grundeigentums bildet die Kreditsicherheit dieser bilateralen Beziehung. Die kreditgewährende Bank ist bei dieser Konstruktion mindestens zwei, maximal drei verschiedenen Risiken ausgesetzt. Sieht der Vertrag mit dem Kreditnehmer eine fixe Verzinsung vor, trägt sie das Zinsänderungsrisiko, das Kreditausfallrisiko und das Wertänderungsrisiko des Kreditsicherungsobjekts. Ist hingegen eine variable Verzinsung vereinbart, trägt sie nur das Kreditausfallrisiko und das Wertänderungsrisiko. In diesem Fall ist das Kreditausfallrisiko jedoch beträchtlich höher, da sich nun der Kreditnehmer mit dem Zinsänderungsrisiko konfrontiert sieht, so dass das Gesamtrisiko der kreditgewährenden Bank allenfalls unwesentlich geringer ist.

Da Hypothekenkredite regelmäßig für einen sehr langen Zeitraum vereinbart werden, Banken sich aber kurzfristig refinanzieren müssen, liegt es für sie nahe, die eingegangenen Kreditrisiken an Finanzmarktakteure weiterzugeben, die eine längerfristige Anlagestrategie verfolgen als sie selbst. Dies trifft beispielsweise auf Lebensversicherungsgesellschaften zu. Die Veräußerung von Kreditforderungen bietet hierzu eine Möglichkeit. Dabei ist es vorteilhaft, nicht einzelne, sondern Bündel von Hypothekenkrediten zu verkaufen. Zum einen können so Transaktionskosten gespart werden, vor allem aber kann aufgrund des Gesetzes

der großen Zahl das Risiko der veräußerten Kredite gesenkt und der Veräußerungswert gesteigert werden. Die Bündelung und Verbriefung von Hypothekenkrediten zu handelbaren, hypothekengesicherten Wertpapieren (Mortgaged Backed Securities) und die Weiterreichung an Investoren erfüllt aus Sicht der Banken den gleichen Zweck wie der Abschluss einer Versicherung: Das Risiko wird an eine dritte Partei *transferiert* und durch den Risikoausgleich im Kollektiv *transformiert* beziehungsweise verringert.

Es treten jedoch auch analoge Probleme wie bei einer Versicherung auf: Die Möglichkeit der Weitergabe von Kreditrisiken an Dritte kann zu Moral Hazard auf Seiten der „Originatoren“ der Kreditforderungen, der kreditgewährenden Banken also, führen. Da diese das Kreditausfallrisiko und das Wertänderungsrisiko nicht mehr selbst tragen, haben sie kaum noch einen Anreiz, auf die Bonität der Kreditnehmer sowie auf die Qualität und Wertbeständigkeit der als Sicherung dienenden Objekte zu achten. Diesem Problem kann durch *Tranchierung* und Selbstbehalt eines Teils der verbrieften Hypothekenkredite begegnet werden. Bei der Tranchierung werden Wertpapiere mit unterschiedlich privilegiertem Zugang zum Cashflow (Zins- + Tilgungszahlungen) der gebündelten Hypothekenkredite konstruiert. Wertpapiere der Senior-Tranche werden zuerst, Wertpapiere der Junior-Tranche als zweites, Wertpapiere der Mezzanine-Tranche als drittes und Wertpapiere der Equity-Tranche als letztes bedient. Entsprechend tragen Wertpapiere der Equity-Tranche den Hauptteil des Kreditausfallrisikos, sind dafür jedoch hochverzinslich, während Papiere der Senior-Tranche ein hohes Maß an Sicherheit, aber auch nur eine geringe Verzinsung aufweisen.

Das Moral-Hazard-Problem der Kreditverbriefung wird stark reduziert, wenn die verbriefende Bank einen Teil der Equity-Tranche selbst behält, denn in diesem Fall hat sie ein großes Interesse daran, auf die Bonität der Kreditnehmer und die Qualität der der als Sicherheit dienenden Objekte zu achten⁵². Ein weiterer Vorteil der Tranchierung liegt darin, dass die konstruierten Wertpapiere auf die Risikotragfähigkeit der Käufer zugeschnitten werden können⁵³: Eher risikoscheue Anleger mit langfristigem Planungshorizont können Papiere der Senior- und Junior-Tranche, eher spekulative Anleger Papiere der Mezzanine- und Equity-Tranche erwerben.

Wichtig ist, dass die geschilderten positiven Wirkungen der Verbriefung von Hypothekenkrediten nur dann eintreten, wenn bestimmte Bedingungen erfüllt werden. *Erstens* muss das Poolen der Kredite tatsächlich zu einem Risikoausgleich im Kollektiv führen, so dass die hohe Zahl gebündelter Kredite die hinreichend genaue Berechnung eines statistischen Er-

⁵² Vgl. Hellwig (2009, S.139).

⁵³ Vgl. Rudolph (2009, S.13).

wartungswertes von Kreditausfällen ermöglicht und das Risiko tatsächlich reduziert wird. Diese Bedingung wird dann erfüllt, wenn die unterschiedlichen Kreditrisiken des Pools weitestgehend unabhängig voneinander sind. Sie wird jedoch nicht erfüllt, wenn die Kreditforderungen einem Kumulrisiko ausgesetzt sind. Ein Kumulrisiko liegt dann vor, wenn alle gepoolten Hypothekenkredite zur gleichen Zeit vom gleichen risikoe erhöhenden Ereignis betroffen sein können, so dass es zu keinem Risikoausgleich mehr kommt. Wie während der Finanzkrise deutlich wurde, waren alle Hypothekenkredite gemeinsam dem Risiko steigender Zinsen ausgesetzt, bei dessen Realisierung die Kreditausfallwahrscheinlichkeit deutlich stieg. Diese Risikokorrelation erwies sich als fatal für den Kurswert der Wertpapiere aller Tranchen. Eine *zweite* Bedingung ist, dass das verbriefende Institut bzw. der Originator der Hypothekenkredite tatsächlich einen Teil der Equity-Tranche hält, so dass das Moral-Hazard-Problem bei der Kreditvergabe eingedämmt wird.

Im Vorfeld der Finanzkrise veräußerten die verbriefenden Institute aber häufig die gesamte hochspekulative Equity-Tranche, so dass die Qualität der Kreditforderungen mangels Anreiz einer gewissenhaften Prüfung der Kreditnehmer und der Sicherheitsobjekte immer geringer wurde. Eine *dritte* Bedingung besteht darin, dass die vom Originator konstruierten Tranchen so ausgestaltet sind, dass die unterschiedlichen Risikogruppen zahlenmäßig einigermaßen symmetrisch besetzt sind. Tatsächlich waren im Vorfeld der Krise die Equity- und Mezzanine-Tranchen aber zum Teil so gering besetzt, dass auch die Junior- und Senior-Tranchen einem substantiellen Teil des Kreditausfallrisikos ausgesetzt waren. Sie boten bei weitem nicht die Sicherheit, von der die Anleger ausgegangen waren. Es war die geschilderte, hochdefizitäre Ausgestaltung des eigentlich sinnvollen Instruments der Hypothekenverbriefung, die im Laufe der Zeit schwerwiegende Verwerfungen zur Folge hatte. Sie war zwar nicht allein für die Finanzkrise ursächlich, gab aber den entscheidenden Anstoß zu den katastrophalen Entwicklungen.

Erstens führte die spezifische Art der Zusammenfassung und Tranchierung von Kreditforderungen in Form strukturierter Wertpapiere zu einem hohen Ausmaß an Intransparenz über die tatsächliche Qualität der am Markt gehandelten Produkte. Das von außen nicht erkennbare, erhebliche Risiko beziehungsweise die vollkommene Ignorierung von Risikokorrelationen führte auf Seiten der Investoren ebenso zu einer Unterschätzung der verbrieften Risiken wie die asymmetrische Tranchierung. Als besonders trügerisch bezüglich der tatsächlichen Risiken erwies sich dabei, dass auch Ratingagenturen Mortgaged Backed Securities mit Ansprüchen auf die Senior- und Junior-Tranche regelmäßig mit besten Ratings versahen. Selbst die Mezzanine-Tranche erhielt häufig noch gute Ratings. Mit diesen Ratings wurden nicht nur Fehleinschätzungen investierender Banken unterstützt, sie ermög-

lichten zudem auch Anlegern, die nur in Papiere höchster Bonität investieren dürfen, den Zugang zum Markt der Hypothekenverbriefung⁵⁴.

Das Problem intransparenter Verbriefungsprodukte wurde noch dadurch verschärft, dass es häufig nicht bei einer einzelnen Verbriefung blieb. Vor allem europäische Banken, die an der originären Verbriefung amerikanischer Hypothekenkredite keinen Anteil hatten, spezialisierten sich auf die Weiterverbriefung von Mortgaged Backed Securities zu Collateral Debt Obligations, deren Sicherheit ein Paket von Hypothekenverbriefungen war. Diese Weiterverbriefung erlaubte es, ein Paket von gut bis befriedigend bewerteten Mortgaged Backed Securities erneut so zu tranchieren, das die Senior-Tranche hervorragende Ratings erhielt⁵⁵. Die sich im Nachhinein als falsch herausstellenden Ratings führten darüber hinaus zu nicht marktgerechten Preisen der strukturierten Wertpapiere und damit auch zu einer ineffizienten Ausweitung dieses Marktsegments. Die in Hypothekenverbriefungen fließenden Gelder der Anleger waren damit auch mitentscheidend für den Immobilienboom in den USA und in einigen europäischen Staaten. Es kann vermutet werden, dass sie damit für die Entstehung der Krise weit entscheidender gewesen sind als die Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank.

Zweitens führte die fehlende Verpflichtung zum Selbstbehalt eines angemessenen Teils der Equity-Tranche mit der Zeit zu einem schwerwiegenden Moral-Hazard-Problem bei der Kreditvergabe. Für Moral Hazard bot sich dabei eine Vielzahl von Ansatzpunkten⁵⁶. Neben geringen Anreizen zu einer sorgfältigen Kreditprüfung hatten Banken auch wenig Anreiz, Kreditnehmer vollständig über Kreditrisiken von häufig variabel verzinsten Krediten aufzuklären. Im Gegenteil konnte es für sie sogar vorteilhaft sein, gemeinsam mit dem Kreditnehmer besonders vorteilhafte Kreditunterlagen zu erstellen. Bei der Kreditverbriefung selbst bot sich ein Anreiz, Kreditpakete mit eher guten Kreditrisiken in das eigene Portfolio aufzunehmen und nur die sonstigen Mortgaged Backed Securities am Markt zu platzieren. Folge der solchermaßen verzerrten Anreize war eine fortlaufende Schwächung der Qualität der aus den Kreditforderungen zusammengesetzten strukturierten Wertpapiere. Der IWF (2008a, S.5) geht davon aus, dass die Zunahme von Kreditausfällen und Zwangsvollstreckungen im Vorfeld und während der Finanzkrise weniger auf Zinserhöhungen der amerikanischen Zentralbank, sondern vielmehr auf massive Schwächen bei der Kreditvergabe, zunehmenden Kreditbetrug und absehbare Überforderungen der Kreditnehmer zurückzuführen

⁵⁴ Von dieser Fehleinschätzung waren in letzter Instanz auch Politik und Aufsicht betroffen. Vgl. als Beispiel für viele Stimmen, die eine Ausweitung des Marktsegments von Kreditverbriefungen im Vorfeld der Krise beinahe euphorisch begrüßten, Asmussen (2006).

⁵⁵ Vgl. Hellwig (2010a, S.15).

⁵⁶ Vgl. Ashcraft/Schuermann (2008, S.3ff.) und Kiff/Mills (2007).

war. Diese Moral-Hazard-Probleme bei der Kreditvergabe und Verbriefung wurden jedoch in den internen Risikomanagementsystemen der Investoren in keiner Weise berücksichtigt. Sie gingen von einem stationären Risiko aus, während die verzerrten Anreize die unterliegenden Risiken ständig erhöhten.

Als *drittes* Problem kam hinzu, dass Kreditrisiken zwar zwischen Finanzinstituten transferiert wurden, jedoch in ihrer Gesamtheit – anders als angenommen – innerhalb des Bankensystems oder sogar innerhalb einzelner Finanzinstitute verblieben⁵⁷. Wie bereits geschildert, die Kreditverbriefung hätte theoretisch dazu führen sollen, dass Risiken letztlich von Marktteilnehmern mit langem Anlagehorizont getragen werden. Dies war nicht der Fall. Im Ergebnis wurden sie zu einem großen Teil von Geschäftsbanken getragen, die sich kurzfristig refinanzieren mussten, so dass es häufig zu extremer Fristentransformation und damit verbundenen Liquiditätsrisiken kam⁵⁸. Auch hatte man nicht erwartet, dass Mortgaged Backed Securities der Mezzanine- und Equity-Tranche nicht nur an hochspekulative Finanzmarktakteure – zum Beispiel Hedgefonds – sondern zu einem großen Anteil auch an systemrelevante Banken beziehungsweise an die von ihnen wirtschaftlich abhängigen Zweckgesellschaften verkauft wurden⁵⁹.

Aufgrund der Unkenntnis über die Risikoexposition einzelner Finanzinstitute beim Handel mit Hypothekenverbriefungen und der hohen Intransparenz dieser Produkte ergab sich *viertens* – quasi als Quintessenz der summierten Probleme – , dass es nach dem Ausbruch der Finanzkrise zu einem so großen Misstrauen der Marktakteure untereinander kam, dass der Interbankenhandel weitestgehend zusammenbrach. Bezeichnenderweise begann diese *Vertrauenskrise* mit der Abwertung einiger weniger Mortgaged Backed Securities und Collateral Backed Obligations durch Ratingagenturen⁶⁰. Beinahe so, als wäre der Schleier der Unkenntnis dadurch nur so weit gelüftet worden, dass die Möglichkeit einer Verstrickung systemrelevanter Finanzmarktinstitute in unverantwortliche Finanzgeschäfte gerade erahnt werden konnte, brach das gesamte Konstrukt der Hypothekenverbriefungen in kürzester Zeit in sich zusammen. Dabei wurde keine große Rücksicht auf den Unterschied zwischen seriösen und unseriösen Produkten genommen.

Neben dem Handel mit Hypothekenverbriefungen kommt auch dem Derivatehandel eine Rolle bei der Entstehung der Finanzkrise zu. Eng verbunden mit dem Verbriefungsgeschäft war dabei vor allem der Handel mit Kreditausfallversicherungen beziehungsweise Credit

⁵⁷ Vgl. für eine umfassende Analyse Arachya/Schnabl/Suarez (2010).

⁵⁸ Vgl. Hellwig (2009, S.143).

⁵⁹ Vgl. Rudolph (2009, S.18).

⁶⁰ Vgl. Dullien/Herr (2010, S.76) und Hellwig (2010a, S.17).

Default Swaps problematisch. Bei Credit Default Swaps überträgt die ein Kreditrisiko tragende Partei gegen Zahlung einer Prämie („Spread“) das Kreditausfallrisiko an den Verkäufer der Kreditausfallversicherungen. Diese Form der Absicherung des Kreditrisikos ist grundsätzlich unproblematisch, wurde aber zum Teil missbräuchlich verwendet. So verkauften Banken ihre Hypothekenforderungen an von ihnen rechtlich unabhängige, aber wirtschaftliche abhängige Zweckgesellschaften, die auf diese Weise formal das Kreditausfallrisiko trugen. Diese bündelten die Hypothekenkredite nicht nur zu Mortgaged Backed Securities, sondern kauften zugleich Credit Defaults Swaps ein, so dass das Ausfallrisiko formal auf beinahe Null reduziert werden konnte.

Die so abgesicherten Hypothekenverbriefungen mit höchster Bonität verkauften sie aber auch an jene Institute, von denen sie die Credit Default Swaps erworben hatten. Diese konnten bei den Eigenkapitalunterlegungspflichten vom scheinbar geringen Kreditausfallrisiko der erworbenen Mortgage Backed Securities profitieren, obwohl sie selbst die Sicherung übernahmen. Diese Form der Regulierungsarbitrage hatte zur Folge, dass erhebliche Risiken nur dem äußeren Anschein nach transferiert und transformiert wurden. Tatsächlich häuften sie sich bei den Käufern von Mortgaged Backed Securities an. Ein weiteres Problem des Derivatehandels bestand darin, dass er zu weiten Teilen ohne jegliche Regulierung oder Aufsicht „over the counter“ (OTC), das heißt nicht über zentrale Börsen oder Clearinghäuser, abgewickelt wurde. Folge war, dass weder die beteiligten Finanzinstitute noch die Aufsichtsbehörden Risikokonzentrationen erkennen, Gegenpartei Risiken einschätzen oder die Verteilung systemischer Risiken ermitteln konnten. Zudem fehlte an den beim zentralisierten Handel über Börsen und Clearinghäuser vorgeschriebenen Kapitalhinterlegungspflichten.

Es gab daher weder Sicherheitsvoraussetzungen noch Begrenzungen des Volumens kurzfristigen Handels. Die dadurch verursachte Marktintransparenz verstärkte während der Krise das Misstrauen der Marktakteure untereinander, wodurch die Absicherung von Kreditausfällen so massiv verteuert wurde, dass der Handel mit risikobelasteten Finanzprodukten beinahe zum Erliegen kam. Hierbei spielten auch umfangreiche Wetten auf die Entwicklung der Spreads eine negative Rolle. Die enormen Kursverluste von Mortgaged Backed Securities und Collateral Debt Obligations, die selbst seriöse Papiere höchster Bonität betrafen, sind unter anderem auch darauf zurückzuführen.

(b) Aufgaben

Wie geschildert, die zu Tage getretenen Probleme beim Handel mit Hypothekenverbriefungen und Derivaten sind weniger auf die Produkte an sich, sondern vielmehr auf spezi-

fische Konstruktionsdefizite zurückzuführen. Diese Defizite waren häufig Ergebnis umfangreicher Regulierungsarbitrageaktivitäten der Marktakteure. Eine bessere Regulierung sollte daher grundsätzlich an der Schließung aller identifizierten Lücken im Regelungswerk ansetzen. Nur so kann es gelingen, das Entstehen adverser Anreize künftig frühzeitig zu verhindern.

Um *erstens* dem Moral-Hazard-Problemen auf der Stufe der Kreditvergabe und -verbriefung entgegenzuwirken, sollte das Kreditrisiko bei Verbriefungen zu einem spürbar höheren Anteil als bisher beim originären Kreditgeber beziehungsweise bei dem eine Verbriefung durchführenden Finanzinstitut verbleiben. Diese sollten verpflichtet werden, einen großen Teil der Equity-Tranche selbst zu halten. Die Equity-Tranche sollte zudem bei der Tranchierung so umfangreich besetzt werden müssen, dass sie auch bei sich extrem verschlechternden Bedingungen einen großen Teil der Kreditausfälle trägt.

Zweitens sollten, um dem Problem der Intransparenz und der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Verbriefungsoriginator und Investor eines Verbriefungsproduktes zu begegnen, die Informationspflichten des Originators deutlich erhöht werden. Dies schließt die Verpflichtung ein, potentielle Investoren ausführlich über zugrunde liegende Risiken, denkbare Risikokorrelationen und eventuelle Interessenkonflikte im eigenen Handeln in Kenntnis zu setzen. Notwendig wäre es in diesem Zusammenhang auch, über die Besetzung der einzelnen Tranchen und den damit verbundenen Risiken für die Senior-, Junior- und Mezzanine-Tranche zu informieren.

Drittens sollte darüber nachgedacht werden, *Weiterverbriefungen*, das heißt Verbriefungen von Verbriefungen, vollständig zu verbieten⁶¹. Der ökonomische Zweck von Weiterverbriefungen ist höchst zweifelhaft. Wenn die Bündelung und Tranchierung von Hypothekenkrediten zweckmäßig erfolgt, ist es fraglich, welchen Sinn eine erneute Verbriefung haben sollte. Falls Anleger eine über die erste Poolbildung hinausgehende weitere Risikodiversifizierung wünschen, ist es ihnen unbenommen, selbständig mehrere Mortgaged Backed Securities zu erwerben. Der Zwischenschaltung einer weiterverbriefenden Instanz bedarf es also nicht. Erfolgen Weiterverbriefungen, um aus „nur“ gut oder mittelmäßig gerateten Kreditverbriefungen eine Tranche mit höchster Bonität zu destillieren, so handelt es sich um jene Form von Regulierungsarbitrage, die mitursächlich für die Entstehung der Finanzmarktkrise ist. Es sollte Aufgabe einer Finanzmarktreform sein, solches Handeln künftig zu unterbinden. Erfolgt eine Weiterverbriefung schließlich, weil die Bündelung und Tranchierung von

⁶¹ So auch Hellwig (2010a, S.42). Kritisch jedoch der Verband der Schweizer Unternehmen (2009, S.8), der anmerkt, dass ein solches Verbot lediglich die Kreation anderer Finanzinstrumente gleichen Zwecks zur Folge hätte.

Hypothekenkrediten auf der ersten Stufe nicht zweckmäßig erfolgt ist, dann ändert auch eine Weiterverbriefung an diesem grundlegenden Mangel nichts. Im Gegenteil, trägt sie lediglich zu Intransparenz und Risikoverschleierung bei und ist daher abzulehnen.

Um *viertens* die Markttransparenz zu erhöhen und Möglichkeiten der Regulierungsarbitrage zu schließen, sollte die Ausgestaltung von komplexen Finanzprodukten und Finanzderivaten standardisiert werden. Zu überlegen ist zudem, den Handel mit nicht standardisierten Derivaten über das Setzen geeigneter Anreize zu verringern oder im Extremfall vollständig zu verbieten. Zu diesem Zweck könnte eine Zulassungsinstanz für Finanzmarktprodukte eingeführt werden („Finanzmarkt-TÜV“), die vor der Marktzulassung eine Abwägung gesamtwirtschaftlicher Vorteile und Risiken vornimmt. Bei negativer Einschätzung sollte sie die Zulassung zum Handel ganz oder temporär untersagen können oder den Handel durch höhere Eigenkapitalunterlegungspflichten verteuern. Damit würde man auch der Gefahr begegnen, dass ein Verbot von Weiterverbriefungen womöglich nur zur Entwicklungen alternativer Produkte ähnlichen Zwecks führt.

Fünftens sollte der Derivatehandel einer einheitlichen Finanzaufsicht unterworfen und regelmäßig in einem zentralisierten Clearingsystem abgewickelt werden. Damit würde zum einen das Gegenpartei- beziehungsweise Ausfallrisiko deutlich reduziert, so dass ein Zusammenbruchs des Vertrauens der Finanzmarktakteure untereinander unwahrscheinlicher würde. Zum anderen würden Aufsichtsbehörden auf diese Weise die für die Identifizierung von Risikokonzentrationen („Risk-Mapping“) notwendigen Informationen erhalten⁶². Die Weitergabe dieser Informationen an Finanzmarktakteure würde auch die Funktionsfähigkeit bankinterner Risikomanagementsysteme deutlich verbessern⁶³. Zusätzlich dazu würde mit der Pflicht zur Kapitalhinterlegung eine Vertuierung des Derivatehandels einhergehen, so dass das Ausmaß des von einzelnen Instituten durchgeführten Handels begrenzt und das systemische Risiko insgesamt reduziert würde.

(c) Wo steht man heute?

Zum Gegenstandsbereich des Verbriefungsgeschäfts und des Derivatehandels wird eine Vielzahl von Gesetzgebungsschritten diskutiert, die inhaltlich in die richtige Richtung weisen. Nur wenige dieser Reformvorhaben sind aber bereits praktisch umgesetzt worden. Ob die umgesetzten beziehungsweise in der Planungsphase befindlichen Maßnahmen inhaltlich ausreichend sind, soll nach einer Übersicht über die erzielten Fortschritte beurteilt werden.

⁶² Vgl. Kaserer (2009, S.91).

⁶³ Vgl. CEP (2009, S.15) und die in Abschnitt 3.2. der vorliegenden Untersuchung genannten Schwächen des bankinternen Risikomanagements.

Dabei wird zunächst der Umgang mit Verbriefungen, anschließend die Regulierung des Derivatehandels betrachtet.

1. Verbriefungen und Weiterverbriefungen

Im Mai 2009 verabschiedete das Europäische Parlament eine Reform des Umgangs mit Kreditverbriefungen, die bis zum Ende 2010 in allen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union umgesetzt werden mussten. Sie zielen direkt auf den Verbriefungsoriginator. Dieser wird zu einem Selbstbehalt der verbrieften Forderungen im Umfang 5% verpflichtet. Zudem wird er verschärften Sorgfaltspflichten unterworfen.

Der Deutsche Bundestag hat im Juli 2010 im Rahmen des Gesetzes zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie Maßnahmen zur Regulierung von Kreditverbriefungen beschlossen, um die EU-Richtlinie inhaltlich umzusetzen. Finanzinstitute dürfen danach künftig nur noch dann in Kreditverbriefungen investieren, wenn das verbrieftende Institut wenigstens 5% der verbrieften Forderungen selbst hält und umfangreich über alle relevanten Inhalte der Verbriefung informiert. Die deutsche Regulierung setzt somit sinnvollerweise nicht beim Originator, sondern beim Käufer eines Verbriefungsproduktes an, denn Kreditverbriefungen werden vor allem in den Vereinigten Staaten aufgelegt und sind daher von der deutschen Regulierung nicht erreichbar.

Im Juli 2009 legte die Europäische Kommission noch weitergehende Vorschläge zur Regulierung von Kreditverbriefungen vor. Weiterverbriefungen sollen danach künftig mit einer höheren Eigenkapitalunterlegungspflicht verbunden sein, um den damit verbundenen Risiken zu begegnen und Weiterverbriefungen insgesamt unattraktiver zu machen. Auch sollen die Informationspflichten bei Kreditverbriefungen noch weiter erhöht werden. Im September 2009 wurde eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Europäischen Rates erlassen, die dazu ergänzende Regeln enthält. Ratingagenturen sind seither dazu verpflichtet, Verbriefungs- und Weiterverbriefungsprodukte beim Rating besonders zu kennzeichnen, um potentielle Investoren auf spezifische Risiken hinzuweisen.

Insgesamt müssen die bislang erzielten Fortschritte bei der Regulierung von Verbriefungen und Weiterverbriefungen als wenig umfangreich und daher enttäuschend bezeichnend werden. Bei dieser Einschätzung soll keineswegs dem Argument gefolgt werden, wonach Kreditverbriefungen grundsätzlich schädlich seien und daher verboten werden müssten. Es ist aber erforderlich, die erkennbaren Schwächen bei der bisherigen Regulierung des Verbriefungsmarktes in konsequente Finanzmarktreformen umzusetzen. Davon ist bislang nicht viel zu sehen. Der größte Fortschritt besteht darin, dass verbrieftenden Instituten nun direkt

oder indirekt ein Selbstbehalt von 5% der verbrieften Forderungen vorgeschrieben wird. Diese angesichts der zu Tage getretenen Moral-Hazard-Probleme eigentlich selbstverständliche Weiterentwicklung ist zwar äußerst moderat ausgefallen, kann jedoch durchaus zu einer Eindämmung von negativen Verhaltensanreizen im Kreditgewährungs- und Verbriefungsprozess beitragen.

Die weiteren Regulierungsschritte entsprechen eher einer „weichen“ denn einer „harten“ Regulierung. Statt etwa die Tranchierung von Kreditpools bei der Kreierung von strukturierten Wertpapieren direkt zu regulieren, sind hier lediglich verschärfte Informationspflichten vorgesehen. Ob diese tatsächlich ausreichen, um versteckte Risiken transparent zu machen, ist fraglich. Häufig ist bei Informationsasymmetrien nicht der Sender, sondern der Empfänger von Informationen das Problem. Man kann annehmen, dass dies auch bei hochkomplexen Finanzprodukten häufig der Fall ist. Zusätzlich konnte man sich auch nicht zu einem Verbot von Weiterverbriefungen durchringen. Auch hier wird auf die Wirksamkeit höherer Transparenzanforderungen und negativer Verhaltensanreize gesetzt. Da Verhaltensanreize langfristig nur wirken können, wenn die Möglichkeit von Regulierungsarbitrage durch die Entwicklung neuer Produkte eingeschränkt wird, zugleich aber keine Zulassungskontrolle „innovativer“ Finanzprodukte vorgesehen ist, muss die Wirkung dieses Instruments hier kritisch gesehen werden. Im Bereich der Verbriefungen und Weiterverbreifungen bleibt somit noch viel Raum für eine Verbesserung der bisherigen Regeln.

2. Derivatehandel

Ein wenig anders ist die Situation bei der Regulierung des Derivatehandels zu beurteilen. Hier wurden in den letzten beiden Jahren einige wichtige Weiterentwicklungen auf den Weg gebracht, was möglicherweise dadurch verursacht wurde, dass die Refinanzierungsbedingungen einzelner Staaten unter dem häufig spekulativ motivierten Handel mit Kredit- und Zinsderivaten gelitten haben. Bislang ist jedoch wenig bereits in konkrete Gesetzgebungsmaßnahmen eingeflossen.

Bereits im Oktober 2009 legte die Europäische Kommission weitgehende Vorschläge zu einer Verschärfung der Regulierung von Derivatemärkten vor, die viele wichtige Punkte aufgriff. Sie sehen unter anderem vor, dass die Vertragsbedingungen im Derivatehandel weitestgehend standardisiert und der Handel mit standardisierten Derivaten nur noch über organisierte Handelsplätze und unter Nutzung zentraler Clearinghäuser erfolgen soll. Auch der nicht standardisierte und dezentrale OTC-Handel soll künftig einer Registrierungspflicht unterliegen und zusätzlich über geeignete Maßnahmen unattraktiver gemacht werden. Die

Regulierungsbehörden sollen außerdem die Möglichkeit erhalten, das Handelsvolumen in bestimmten Fällen über das Setzen von Positionslimits zu begrenzen.

Im Oktober 2010 kündigte die Europäische Kommission an, im Frühjahr 2011 über eine Veränderung der Richtlinie über die Märkte für Finanzinstrumente („*MiFID-Richtlinie*“) den Derivatemarkt sicherer und transparenter zu machen. Eine Konkretisierung der damit verbundenen Vorschläge legte die Europäische Kommission im Dezember 2010 vor.

Vorgesehen ist, alle organisierten Derivatehandelsplätze zu registrieren und zu regulieren. Der Handel mit standardisierten Derivaten soll nur noch über registrierte Handelsplätze möglich sein. Der bilaterale OTC-Handel ohne Zwischenschaltung zentraler Clearinghäuser wäre hiervon allerdings weiterhin ausgenommen. Um aber stärkere Anreize zur Nutzung registrierter Handelsplattformen zu setzen, sollen over-the-counter gehandelte Derivate mit höheren Eigenkapitalunterlegungspflichten verbunden werden. Auch einzelne Broker, deren Handelsvolumen eine kritische Schwelle überschreitet, sollen zukünftig registrierungspflichtig sein und beaufsichtigt werden. Sie sollen außerdem, ebenso wie Finanzinstitute, eine Mindestliquidität vorhalten müssen, ein eigenständiges und aufsichtsrechtlich kontrolliertes Risikomanagement besitzen und ihre mathematischen Handelsmodelle offenlegen. Ergänzend ist vorgesehen, OTC-Handel einer spezifischen Kennzeichnungspflicht zu unterziehen und Händler zu verpflichten, beim Handel mit Rohstoff-Derivaten umfangreich darüber zu informieren, ob und in welchem Umfang sie im Auftrag Dritter tätig werden.

Eine von der allgemeinen Regulierung des Derivatehandels auf europäischer Ebene weitgehend unabhängige Diskussion entbrannte vor allem in Deutschland um das Verbot sogenannter *ungedeckter Leerverkäufe*. Darunter versteht man den Verkauf von Wertpapieren oder Derivaten, die sich zum Verkaufszeitpunkt nicht im Eigentum des Verkäufers befinden und auf deren Eigentumsübertragung er auch keinen Anspruch besitzt. Ungedeckte Leerverkäufe können problematisch werden, weil sie es Händlern erlauben, kurzfristig ein Vielfaches der tatsächlich vorhandenen Menge umzusetzen. Auf diese Weise können extreme Kurschwankungen entstehen, die in Krisensituationen zur Destabilisierung und Verunsicherung der Märkte beitragen und die Refinanzierung betroffener Unternehmen oder Staaten über den Kapitalmarkt extrem erschweren.

Im Zuge der Finanzkrise wurden daher von einer Reihe von Staaten, unter anderem Deutschland, Großbritannien und den USA, Beschränkungen ungedeckter Leerverkäufe verfügt. Im Mai 2010 schließlich verbot die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ungedeckte Leerverkäufe von Aktien der zehn führenden deutschen Finanzinstitute, Staatsanleihen der Euro-Länder sowie von Credit Default Swaps auf diese Anleihen vollständig. Das

Verbot wurde bis maximal März 2011 befristet. Im Juli 2010 wurde in einem nächsten Schritt von Bundestag und Bundesrat mit dem Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte die gesetzliche Grundlage eines grundsätzlichen Verbotes ungedeckter Leerverkäufe verabschiedet. Sie sollen ausnahmsweise nur noch erlaubt sein, wenn ein Absicherungsinteresse der Händler erkennbar ist. Das unilaterale Vorgehen Deutschlands wurde innerhalb der Europäischen Union (EU) scharf kritisiert, brachte jedoch die Entwicklung einer einheitlichen europäischen Regelung voran. Im September 2010 veröffentlichte die Europäische Kommission Vorschläge, nach denen ein temporäres Verbot ungedeckter Leerverkäufe künftig europaweit möglich sein soll. Verbote sollen zukünftig aber nur noch abgestimmt innerhalb der EU und in klar definierten Krisensituationen erfolgen. Zusätzlich sollen alle Leerverkäufe einer Registrierungspflicht unterliegen. Bei ungedeckten Leerverkäufen muss der Verkäufer belegen, die verkauften Papiere spätestens vier Tage nach Geschäftsabschluss tatsächlich vorlegen zu können. Auf diese Weise wird der Umfang der von einzelnen Händlern durchgeführten ungedeckten Leerverkäufe künftig wesentlich begrenzt.

In der Zusammenschau kann die vorgesehene Neuregulierung des Derivatehandels, wenn sie im Frühjahr 2011 tatsächlich in der angedachten Form in praktische Regeln übersetzt wird, die Transparenz des Handelsgeschehens erhöhen und über Anreize zur Handelsabwicklung über zentrale Clearinghäuser das Gegenparteirisiko deutlich senken. Beides würde den Finanzmarkt wesentlich robuster machen. In welchem Ausmaß aus den Vorschlägen zur MiFID-Richtlinie aber wirklich konkrete Regeln werden, ist aber noch offen, so dass ein endgültiges Urteil noch nicht möglich ist. Ähnliches lässt sich über die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Regulierung ungedeckter Leerverkäufe sagen, deren Umsetzung das Gefahrenpotential dieser Geschäfte erheblich senken würde.

Zu kritisieren ist aber grundsätzlich, dass sich neben *Anreizen* zu einer Standardisierung, Transparenzerhöhung und Zentralisierung des Derivatehandels wenig an „harter“ Regulierung findet. Ob schärfere Eigenkapitalunterlegungspflichten wirklich ausreichen, um den weitestgehend unregulierten OTC-Handel zu begrenzen, ist völlig offen, zumal die entsprechenden Regeln noch nicht umgesetzt worden sind. Händler werden hier weiterhin Abwägungsentscheidungen zwischen den Vorteilen einer Regulierungsumgehung und den Zusatzkosten höherer Eigenkapitalunterlegungspflichten treffen. Es ist zudem zu befürchten, dass sich ein Teil ihrer Aktivitäten darauf konzentrieren wird, die Eigenkapitalunterlegungspflichten zu unterlaufen. Genau dieses schädliche und unproduktive Verhalten könnte aber konsequent unterbunden werden, wenn die Nutzung zentraler Handelsplattformen künftig verpflichtend gemacht wird.

3.4. Zweckgesellschaften

(a) Hintergrund

Ebenso wie bei der Diskussion von Hypothekenverbriefungen ist es auch bei der Untersuchung des Beitrags von Zweckgesellschaften zum Ausbruch und Verlauf der Finanzkrise vorteilhaft, zunächst auf die Konstruktion und den ökonomischen Zweck dieses Finanzmarkt-instruments einzugehen. Die Verbreitung des Geschäftsmodells der Zweckgesellschaften zeigt sich dabei mit der massiven Ausweitung des Verbriefungsgeschäfts eng verbunden. Wie in Abschnitt 3.3. beschrieben wurde, besteht der ökonomische Zweck von Hypothekenverbriefungen aus Sicht kreditgewährender Banken idealtypisch darin, Kreditrisiken durch Bündelung zu verringern (Risikotransformation) und über den Verkauf der gebildeten Kreditpools in Gestalt von Mortgaged Backed Securities an Marktteilnehmer zu übertragen, die eine höhere Risikotragfähigkeit als sie selbst aufweisen (Risikotransfer).

In der Praxis wurde dabei aus verschiedenen Gründen zumeist noch ein Zwischenschritt in Form der Gründung einer Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicles, Special Investment Vehicles oder Conduits) eingebaut. Bei dieser Konstruktion übertrugen in einem ersten Schritt Banken als Kreditororiginatoren ihre Forderungen nicht direkt an Investoren, sondern an Zweckgesellschaften, als deren „Sponsor“ sie auftraten. Mit Sponsoring ist hier gemeint, dass Banken zugunsten der Zweckgesellschaften weitgehende Liquiditätszusagen eingingen, sei es durch das Einräumen großzügiger Kreditlinien, sei es durch die Verpflichtung, im Falle drohender Zahlungsunfähigkeit der Zweckgesellschaft für eine ausreichende Refinanzierung zu sorgen. Diese Sponsorentätigkeit der Banken war notwendig, weil die Zweckgesellschaften ohne nennenswertes Eigenkapital wirtschafteten. Ohne Liquiditätszusagen wären sie einem so hohen Insolvenzrisiko ausgesetzt gewesen, dass sie für Geschäftsbeziehungen nicht in Frage gekommen wären. Die Bündelung der Kreditforderungen zu Mortgaged Backed Securities beziehungsweise die Weiterverbriefung von Mortgaged Backed Securities zu MBS Collateral Debt Obligations sowie die Platzierung am Markt wurde im nächsten Schritt von den Zweckgesellschaften durchgeführt. Die damit erzielten Einnahmen flossen als Entgelt für die Übertragung der Kreditforderungen an die entsprechende Bank, die eingehenden Zins- und Tilgungszahlungen auf die gebündelten Kreditforderungen flossen als Verzinsung der ausgegebenen Mortgaged Backed Securities und Collateral Debt Obligations an die Investoren.

Dieses System hatte aus Sicht der Banken als Kreditoriginatoren verschiedene Vorteile⁶⁴. Sie konnten das Kreditrisiko nicht nur verringern, sondern auch ohne vollständige Ausplatzierung am Markt aus ihren Büchern tilgen, indem die Zweckgesellschaften formal Eigentümer der Forderungen wurden. Dass diese nur rechtlich unabhängig, wirtschaftlich aber vollständig abhängig von den Banken waren, spielte dabei kaum eine Rolle. Zwar existierten Vorschriften einer bilanziellen Konsolidierungspflicht wirtschaftlich abhängiger Zweckgesellschaften, diese waren aber so interpretationsfähig angelegt, dass sie häufig umgangen werden konnten. Damit war es im Ergebnis möglich, die Eigenkapitalunterlegung von Krediten bis auf Null zu reduzieren, da die Banken die Kreditrisiken aus ihren Büchern entfernt hatten und die Zweckgesellschaften keinen Eigenkapitalanforderungen unterlagen. Eine Einschränkung bestand nur soweit, als die Liquiditätszusagen an Zweckgesellschaften einer Eigenkapitalunterlegungspflicht unterlagen, wenn sie für einen Zeitraum von mindestens einem Jahr gegeben wurden. In der Praxis führte diese Anforderung dazu, dass solche Zusagen für jeweils 364 Tage gegeben und danach erneuert wurden.

Diese zu einem hohen Anteil dem Motiv der Regulierungsarbitrage geschuldete Konstruktion war von vorneherein ökonomisch nicht zu rechtfertigen. Sie wäre aber für die als Kreditoriginatoren und Sponsoren auftretenden Banken relativ unproblematisch gewesen, wenn die Zweckgesellschaften die Kreditrisiken tatsächlich vollständig am Markt ausplatziert und damit gestreut hätten. Dies taten sie häufig nicht. Aufgrund der hohen Verzinsung strukturierter Wertpapiere und der Möglichkeit, über einen extremen Verschuldungsgrad ebenso hohe Eigenkapitalrenditen zu erwirtschaften, traten Zweckgesellschaften selbst in einem hohen Ausmaß als Investoren in Mortgage Backed Securities und Collateral Debt Obligations auf.

Um diese Geschäfte zu finanzieren, gaben sie revolving kurzfristige Anleihen heraus („Commercial Papers“), die aufgrund der Liquiditätszusagen ihrer Sponsoren hervorragend geratet wurden. Durch das Eingehen extremer Fristentransformation zwischen sehr langfristigen Hypothekenkrediten und sehr kurzfristigen Commercial Papers war es ihnen noch zusätzlich möglich, Erträge aus dem Zinsunterschied der lang- und kurzfristigen Wertpapiere zu erzielen. Die Zweckgesellschaften waren aber durch die extreme Fristentransformation ein hohes Risiko eingegangen, das allerdings im Vorfeld der Krise als sehr gering galt.

Vor Ausbruch der Krise war man davon ausgegangen, dass Zweckgesellschaften hauptsächlich einem Zinsänderungsrisiko unterliegen. Dieses hätte sich dann realisiert, wenn im Zeitablauf die Zinsen kurzfristiger Commercial Papers über die langfristigen Zinsen der Hypothekenverbriefungsprodukte gestiegen wären, so dass Fristentransformation zu

⁶⁴ Vgl. hierzu v.a. Rudolph (2009, S.19f.).

laufenden Verlusten geführt hätte. Diese vergleichsweise geringen Verluste hätten aber durch die Liquiditätszusagen der Sponsoren gedeckt werden können und daher keine existentielle Schieflage verursacht. Jedoch hatte niemand damit gerechnet, dass der für die laufende Refinanzierung notwendige Markt für kurzfristige Commercial Papers vollständig zusammenbrechen könnte. Genau das trat ein, als die Verunsicherung der Märkte nach den ersten Anzeichen einer Finanzkrise eine tiefgreifende Vertrauenskrise der Banken untereinander verursachte⁶⁵.

Diese Negativentwicklung begann damit, dass einzelne Mortgaged Backed Securities und Collateral Debt Obligations in Reaktion auf zunehmende Ausfälle der unterliegenden Hypothekenkreditforderungen von Ratingagenturen gleich um mehrere Stufen abgeratet wurden⁶⁶. Die darauf folgende Unsicherheit über die *tatsächliche* Qualität solcher Papiere führte sehr schnell zu einem starken Verkaufsdruck, der einen rapiden Kursverfall nach sich zog. Der Kursverfall wiederum zog die Notwendigkeit eines ausgedehnten Deleveraging der Investoren nach sich, wodurch die Kurse noch weiter sanken⁶⁷. Für die Zweckgesellschaften führte der Abschreibungsbedarf auf diese Papiere mangels Eigenkapitals dazu, dass sie sehr schnell illiquide wurden. Da niemand mehr bereit war, Commercial Papers zu erwerben, mussten daraufhin die Liquiditätszusagen der Sponsoren eingelöst werden. Es zeigte sich aber sehr schnell, dass einige Sponsoren hierzu gar nicht in der Lage waren. Die Liquiditätszusagen überstiegen ihre Möglichkeiten. Bei der Sächsischen Landesbank übertrafen die an Zweckgesellschaften gegebenen Liquiditätszusagen das vorhandene Eigenkapital um das Zehnfache⁶⁸. Auch andere Banken wurden im Moment der Aktivierung der von ihnen gegebenen Zusagen innerhalb kürzester Zeit insolvent. Das Ausmaß der von Banken vorgenommenen Auslagerung von Geschäften an Zweckgesellschaften wirkte auf viele Finanzmarktakteure wie ein Schock, der Interbankenhandel brach nun völlig zusammen. Es ist in der wissenschaftlichen Literatur unstrittig, dass diese Entwicklungen der wesentliche Katalysator für die Ausweitung der sektoralen Krise auf dem Markt für Verbriefungsprodukte zu einer Weltfinanzkrise war.

(b) Aufgaben

Die vorangegangene Analyse hat gezeigt, dass die Praxis der scheinbaren Auslagerung von Risiken an Zweckgesellschaften drei für die Entstehung der Krise entscheidende Entwicklungen verursachte: Erstens trug sie wesentlich zu einer Aushöhlung der Eigenkapitalunterlegungspflichten und darüber zu einer Destabilisierung des Bankensektors bei.

⁶⁵ Vgl. hierzu auch BMWi (2010, S.13),

⁶⁶ Vgl. Hellwig (2010b, S.4).

⁶⁷ Vgl. zu den Gründen hierfür siehe Abschnitt 3.1.

⁶⁸ Vgl. BMWi (2010, S.27).

Zweitens hatte sie zur Folge, dass Risiken – anders als es die Finanztheorie vorgesehen hatte – nicht gestreut sondern innerhalb des Bankensektors verblieben. Drittens trug die Intransparenz über Risikoverteilungen und Risikoanhäufungen zu Beginn und während der Krise wesentlich zum Misstrauen der Marktteilnehmer untereinander und einem darauf zurückzuführenden Austrocknen des Interbankenhandels bei. Jedes der drei genannten Probleme für sich, weit mehr noch aber alle drei gemeinsam, führen zu der Forderung, alle Möglichkeiten der Banken Zweckgesellschaften als Mittel der Regulierungsarbitrage zu nutzen, vollständig zu beseitigen. Notwendig ist es dazu, die Geschäfte von Zweckgesellschaften vollständig in die Bilanzierungs- und Berichtspflichten von Banken aufzunehmen. Diese Verpflichtung muss dabei ohne Öffnungsklauseln auch dann gelten, wenn Zweckgesellschaften zwar rechtlich unabhängig sind, wirtschaftlich aber ohne die Zusagen ihrer Sponsoren nicht existieren könnten.

(c) Wo steht man heute?

Eine Einschränkung der Möglichkeiten zur Regulierungsarbitrage mithilfe von Zweckgesellschaften beinhaltet bereits ein Passus der 2004 beschlossenen Basel-II-Regeln. Dieser war allerdings in vielen Staaten – so auch in Deutschland – vor Ausbruch der Finanzkrise noch nicht umgesetzt worden. Er sieht vor, dass Liquiditätszusagen an Zweckgesellschaften auch dann der Eigenkapitalunterlegungspflicht unterliegen, wenn sie für weniger als ein Jahr gegeben werden. In Deutschland ist diese Regelung seit 2008 wirksam und erhöht entsprechend die Eigenkapitalausstattung der als Sponsor von Zweckgesellschaften auftretenden Banken. Da die Risikoexposition von Zweckgesellschaften im Vorfeld der Krise zum Teil ein Vielfaches des gesamten Eigenkapitalbestandes der Sponsoren ausmachte, ist diese Regelung nur ein sehr kleiner erster Schritt in die richtige Richtung.

Eine deutliche Verringerung des Risikos einer Überforderung der Sponsoren mit an Zweckgesellschaften gegebenen Liquiditätszusagen könnte erreicht werden, wenn die vom Europäischen Parlament im Mai 2009 beschlossene Verschärfung der Großkreditvorschriften konsequent auch auf Kreditbeziehungen zu Zweckgesellschaften angewendet würde. Nach diesen Vorschriften dürfen Kreditzusagen an einzelne Finanzinstitute künftig nur noch maximal im Umfang von 25% des Eigenkapitals kreditgewährenden Unternehmens gewährt werden. Eine massive Überforderung der Risikotragfähigkeit eines Instituts, wie sie im Fall der Sächsischen Landesbank eingetreten ist, wäre damit ausgeschlossen. Insbesondere wäre es Banken auf diese Weise nicht mehr möglich, im gleichen Umfang wie vor der Krise Geschäfte an Zweckgesellschaften auszulagern. Jedoch sollen gerade die – sich in der Wirtschaftskrise als hochproblematisch erwiesenen – verbundinternen Forderungen von den

Großkreditvorschriften befreit werden. Es ist kaum nachvollziehbar, warum unter anderem auch die Deutsche Bundesbank diese Ausnahme unterstützt. Sie bedient sich dabei einer Argumentation, die die Erfahrungen der Finanzkrise vollständig ignoriert. So führt sie in einer Stellungnahme vom Juni 2010 aus⁶⁹: „Einerseits darf dieses Risiko (*Anm. des Verfassers: Gemeint ist das Risiko von Liquiditätszusagen an wirtschaftlich abhängige Finanzinstitute*) zur Sicherstellung der Solvenz eines kreditgewährenden Instituts nicht unterschlagen werden, andererseits ist hier zunächst die Risikoeinschätzung der Institute gefragt, die weit besser als die Aufsicht die wirtschaftlichen Abhängigkeiten zwischen ihren Kreditnehmern kennen und Wechselwirkungen beurteilen können. Insofern verbieten sich auch Pauschalierungen durch das Gesetz oder durch aufsichtliche Vorgaben.“ Die materielle Ausgestaltung der Aufsicht soll daher anscheinend auch bei dieser Frage weiterhin der Selbsteinschätzung der Beaufsichtigten unterliegen.

Eine moderate Erhöhung der Transparenz der über Zweckgesellschaften abgewickelten Geschäfte stellt aber immerhin ein Vorschlag des Europäischen Parlaments zu Veränderungen der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG vom Juli 2010 dar. Danach sollen Finanzinstitute zukünftig offenlegen müssen, inwieweit sie als Sponsor Verpflichtungen gegenüber Zweckgesellschaften eingegangen sind beziehungsweise Beteiligungen an verbundenen Unternehmen besitzen. Unklar ist noch, wie grundlegend die Informationspflichten im Einzelnen ausfallen sollen und ob sie auch eine objektive Einschätzung der eingegangenen Risiken beinhalten müssen.

Im Ergebnis muss man festhalten, dass die bislang auf den Weg gebrachten Finanzmarkt-reformen das Problem der Zweckgesellschaften, dem ein erheblicher Anteil an der Entstehung der Finanzkrise zugeschrieben werden muss, nur am Rande berühren. Auch bei diesem Themenkomplex scheint es so – und das oben aufgeführte Statement der Deutschen Bundesbank bestätigt den Eindruck –, als würden die Komplexität der geschäftlichen Verflechtungen und die Expertise der Finanzinstitute der Aufsicht als Argument dazu dienen, die Verantwortung für eine bessere Regulierung von sich zu weisen. Damit würde aber die Finanzmarktarchitektur nicht robuster – und die Wahrscheinlichkeit des Auftretens schwerwiegender Finanzkrisen nicht geringer. Es bleibt zu hoffen, dass die noch ausstehenden Regulierungsschritte im Bereich der Zweckgesellschaften diesen Eindruck nicht bestätigen.

3.5. Hedgefonds und andere alternative Anlagefonds

(a) Hintergrund

⁶⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2010, S. 2).

Der Beitrag von Hedgefonds zur Finanzmarktkrise ist, trotz ihres schlechten Rufs als Vehikel hochspekulativer Anlagen und „Heuschrecken“, durchaus umstritten. So wiesen Hedgefonds im Vorfeld der Finanzkrise häufig einen weit geringeren Verschuldungsgrad als Geschäftsbanken und insbesondere deren Zweckgesellschaften auf⁷⁰. Auch kann ihnen nicht vorgeworfen werden, im Vergleich zu anderen Finanzmarktakteuren, die im Zuge der Krise in Schieflage geraten sind, eine wesentlich risikoreichere Anlagestrategie verfolgt zu haben, denn das ist angesichts des Ausmaßes der von Geschäftsbanken im Verbriefungsgeschäft eingegangenen Fristentransformationen schlechterdings unmöglich. Dennoch haben auch Hedgefonds und andere Formen alternativer Anlagefonds ihren Teil zur Entstehung der Finanzkrise beigetragen.

Dabei lassen sich drei problematische Bereiche identifizieren. *Erstens* trug das die hohe Zahl und wirtschaftliche Bedeutung kaum erfasster und beaufsichtigter alternativer Finanzmarktakteure maßgeblich zur geringen Transparenz über die Verteilung oder Anhäufung von Risiken und damit zur Verunsicherung der Märkte im Zuge der Krise bei⁷¹. Hedgefonds waren, ebenso wie Zweckgesellschaften, Teil des Schattenbankensystems, über dessen Ausmaß und Verflechtung so gut wie keine Informationen vorlagen. Der geringe Regulierungsgrad wurde vor der Krise damit begründet, dass Nutzer solcher Fondsgesellschaften über ein ausreichendes Maß an Expertise und Verlusttragfähigkeit verfügen und daher Maßnahmen des traditionellen Anlegerschutzes nicht bedürfen⁷². Dass alternative Anlagefonds eine systemische Bedeutung besitzen können und daher aus Gründen des Systemschutzes beaufsichtigt werden sollten, wurde dabei außer Acht gelassen.

Zweitens trugen alternative Anlagefonds, die im Wettbewerb um die Verwaltung hoher Summen ständig auf der Suche nach hochverzinslichen Anlagemöglichkeiten waren, zur Nachfrageausweitung nach risikoreichen Wertpapieren, insbesondere nach Hypothekenverbriefungsprodukten der Equity-Tranche, bei. Da vielen institutionellen Anlegern, zum Beispiel Versicherungsgesellschaften, der Zugang zu diesen riskanten Produkten verboten war, hätte sich dieses Marktsegment vermutlich nicht in der zu beobachtenden Weise entwickelt, wenn nicht neben Zweckgesellschaften auch alternative Anlagefonds in hohem Ausmaß investiert hätten⁷³.

Drittens verfolgten auch alternative Anlagefonds nach Ausbruch der Krise ein erhebliches Deleveraging und übten so zusätzlichen Druck auf die entsprechenden Kurse aus. Damit

⁷⁰ Vgl. Hellwig (2009, S.170)

⁷¹ Vgl. BMWi (2010, S.10).

⁷² Vgl. hierzu ausführlicher Abschnitt 2.2.

⁷³ Vgl. Weber (2009, S.6).

beschleunigten sie die Ausbreitung der Finanzkrise und verschärften ihre Wirkung. Dies gilt umso mehr, als ihr Verhalten von der Aufsicht weder beobachtbar war noch beeinflusst werden konnte. Die vollkommene Unkenntnis darüber, in welchem Ausmaß Hedgefonds in den Handel mit Verbriefungsprodukten involviert waren und in welchen Kredit- und Finanzierungsverhältnis sie zu Banken standen, verschärfte das Misstrauen der Marktakteure untereinander erheblich.

(b) Aufgaben

Es ist einer der am wenigsten umstrittenen Mosaiksteine einer reformierten Finanzmarktarchitektur, zukünftig alle wichtigen Finanzmarktakteure einer Registrierungs- und Informationspflicht zu unterwerfen. Damit würde die Markttransparenz zunehmen und Möglichkeiten der Regulierungsarbitrage begrenzt. Weniger Einigkeit herrscht aber bei der Beantwortung der Frage, wie weit die Aufsicht und Regulierung alternativer Anlagefonds im Einzelnen gehen sollte. Hier herrscht die Auffassung vor, dass Hedgefonds nicht in exakt gleicher Weise wie Geschäftsbanken beaufsichtigt werden sollten, da sich Zweck und Geschäftstätigkeit der verschiedenen Finanzmarktakteure stark voneinander unterscheiden. Wohl aber sollte die Aufsicht über alternative Anlagefonds künftig den Ansprüchen des Systemschutzes genügen. Damit müsste dann aber auch eine gewisse Kontrolle von Anlagestrategien, Verschuldungsgrad und Vernetzung einhergehen. Wird die Kontrolle von Hedgefonds nicht in dieser Weise ausgeweitet, ist zu befürchten, dass eine schärfere Regulierung von Banken zu einer Migration von Risiken in den weniger kontrollierten Bereich des Schattenbankensystems führt und die Märkte – trotz aller Maßnahmen – nicht transparenter und risikobewusster werden.

(c) Wo steht man im Januar 2011?

Erst in den letzten Monaten des Jahres 2010 hat die innereuropäische Diskussion über die künftige Beaufsichtigung und Regulierung von Hedgefonds zu Ergebnissen geführt. Dass der Diskussionsprozess einen sehr langen Zeitraum in Anspruch genommen hat, obwohl man sich grundsätzlich schnell über Reformen einig war, liegt vor allem daran, dass Staaten, in denen der Finanzsektor einen hohen Stellenwert einnimmt, sich in ihrer hoheitlichen Finanzaufsicht durch eine innereuropäische Lösung bedroht sahen. Auf der anderen Seite hätten nationalstaatliche Lösungen gerade bei weltweit tätigen Anlagefonds wenig Sinn gehabt und zu starken Marktfriktionen geführt. Es musste daher eine Kompromisslösung gefunden werden.

Absichtserklärungen für solche Kompromisslösungen gab es schon bald nach Ausweitung der Finanzkrise, zum Beispiel auf den Weltfinanzgipfeln im November 2008 in Washington

und im April 2009 in London. Ende April 2009 kam es zu einer Konkretisierung künftiger Reformmaßnahmen, als die Europäische Kommission den Vorschlag einer Richtlinie des Europäischen Rates und des Europäischen Parlaments über die Verwalter alternativer Investmentfonds („AIFM-Richtlinie“) annahm. Der Richtlinienvorschlag berücksichtigte einen großen Teil der unter (b) genannten notwendigen Bestandteile einer Regulierung von Hedgefonds und anderer alternativer Fondsgesellschaften. So sollen alle in der EU verwalteten Fonds, die unter diese Richtlinie fallen, künftig einer Zulassungs- und Aufsichtspflicht unterliegen. Ihre Anlagestrategien und eingegangenen Risiken sollen nach einheitlichen EU-Regeln reguliert und überwacht werden. Insbesondere die Frage des Umgangs mit alternativen Anlagefonds aus Drittstaaten führte aber dazu, dass der Beratungsprozess über die AIFM-Richtlinie noch über ein Jahr dauern sollte.

Erst im Mai 2010 einigten sich EU-Parlament und EU-Finanzminister grundsätzlich auf eine europaweite Regulierung von alternativen Anlagefonds, meldeten dabei aber erneut weiteren Beratungsbedarf über die Frage der Zulassung von Fonds aus Drittstaaten an. Dabei standen sich nun zwei gegensätzliche Auffassungen gegenüber: Das EU-Parlament plädierte für eine zentralisierte europäische Zulassungsinstanz, deren Entscheidungen für alle Mitgliedstaaten bindend sein soll („EU-Pass“). Die durch ihre Finanzminister vertretenen Mitgliedstaaten präferierten hingegen einheitliche europäische Regeln, nach deren Maßgabe jeder einzelne Mitgliedstaat über eine Zulassung entscheiden sollte, die wiederum bindend für alle anderen Staaten wäre. Der Nachteil einer auf nationalstaatlicher Ebene angesiedelten Zulassung wäre allerdings, dass sie eine einheitliche Aufsicht über grenzüberschreitend tätig werdende Anlagefonds erschweren würde. Da man sich im Zuge der Beratungen gleichzeitig zu einer einheitlichen Aufsicht unter dem Dach der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA)⁷⁴ bekannte, sprach viel dafür, auch die Zulassung zentral über die ESMA zu regeln.

Zu einer abschließenden Kompromisslösung kam es dann schließlich im November 2010, als das Europäische Parlament einen geänderten Vorschlag der EU-Finanzminister zur AIFM-Richtlinie annahm. Die Zulassung von alternativen Anlagefonds soll nun bis 2018 schrittweise von einem nationalstaatlichen in ein zentralisiertes Verfahren umgewandelt werden. Von 2015 bis 2018 erhalten alternative Anlagefonds aus Drittstaaten die Möglichkeit, bei nationalen Aufsichtsbehörden eine Zulassung für die gesamte EU zu beantragen⁷⁵. Ab 2018 soll eine Zulassung nur noch zentral über die zuständige europäische Aufsichts-

⁷⁴ Für eine ausführlichere Beschreibung der in Reaktion auf die Krise 2011 neu errichteten europäischen Aufsichtsbehörden, siehe Abschnitt 3.9.

⁷⁵ Alternative Investmentfonds mit Sitz in der EU können eine europaweite Zulassung bereits ab 2013 erhalten.

behörde erfolgen. Die AIFM-Richtlinie enthält darüber hinaus materielle Inhalte der künftigen europäischen Aufsicht über Hedgefonds und andere alternative Anlagefonds. Neben der angesprochenen Registrierungs- und Zulassungspflicht sollen diese künftig über ihre Anlagestrategien und Bewertungsmethoden informieren. Sowohl Aufsichtsbehörden als auch potentiellen Anlegern und Geschäftspartnern wird so eine halbwegs transparente Risikoeinschätzung ermöglicht. Außerdem müssen sie mit einem Mindestkapital ausgestattet werden und zwingend Liquiditäts- und Risikomanagementsysteme besitzen; ihre Regulierung nähert sich somit grundsätzlich der von Banken an. Auch die Qualität der von ihnen angebotenen Produkte muss zukünftig bestimmte Mindeststandards erfüllen. Umgesetzt werden sollen diese Regeln ab 2013, wenn für alternative Anlagefonds mit Sitz in der EU erstmals die Beantragung des „EU-Passes“ möglich wird. Bis dahin muss der Inhalt der Richtlinie in das nationale Recht der EU-Mitgliedstaaten umgesetzt werden.

Ob die getroffenen Maßnahmen zur Regulierung von Hedgefonds und alternativen Anlagefonds ausreichend sind, kann man erst bewerten, wenn beobachtet werden kann, ob die mit der AIFM-Richtlinie verbundenen Maßnahmen konsequent angewendet werden. Dadurch, dass es bis 2018 noch die Möglichkeit der Zulassung über einzelne EU-Mitgliedstaaten gibt, besteht eine gewisse Gefahr, dass einzelne Regelungen unterlaufen werden. Ohne Frage stellen aber vor allem die Transparenzanforderungen über Anlagestrategien und Bewertungsmethoden und die neuen Qualitätsanforderungen an die von den Fonds vertriebenen Produkte einen deutlichen Fortschritt zur Situation vor Ausbruch der Krise dar. Die Installierung einer europaweiten Aufsicht über Hedgefonds könnte sogar als Beispiel für den Umgang mit grenzüberschreitend tätig werdenden Finanzinstituten gelten. Bedenklich ist aber, dass einige materielle Aufsichtsregeln, wie etwa die Mindestkapitalausstattung, wenig scharf ausgefallen sind. So müssen sogenannte externe alternative Anlagefonds künftig lediglich Eigenkapital in Höhe von 125.000 Euro zuzüglich 0,02% jenes Fondsvermögens, das den Wert von 250 Mio. Euro übersteigt, vorhalten⁷⁶. Angesichts einer Leverage-Ratio von 3% bei Banken ist das beinahe lächerlich wenig. Die geringe Eigenkapitalbasis mag der fehlenden Notwendigkeit eines Anlegerschutzes im Bereich von Hedgefonds angemessen sein, ob damit jedoch auch dem Systemschutz Genüge getan wird, ist fraglich. Eine sehr geringe Eigenkapitalbasis kann im Krisenfall zur Notwendigkeit eines ausgeprägten Deleveraging führen. Genau ein solches Deleveraging auch von Hedgefonds war aber mitursächlich für die Verschärfung der aktuellen Finanzkrise.

⁷⁶ Beinahe alle alternativen Anlagefonds sind externe Fonds. Damit ist gemeint, dass die Fondsverwaltung von einem externen Fondsmanager geleitet wird. Rechtlich unterliegt dann der Fondsmanager, nicht der Fonds, der AIFM-Richtlinie. Bei internen alternativen Anlagefonds beträgt das Mindestkapital 300.000 Euro.

3.6. Ratingagenturen

(a) Hintergrund

Zu Beginn der Finanzkrise galt es als ausgemachte Sache, dass Ratingagenturen entscheidend zur Entstehung der Krise beigetragen hatten. Hintergrund war, dass viele ihrer Ratings von Finanzmarktprodukten anscheinend vollkommen falsch gewesen waren. Auch hatten plötzliche Abwertungen derselben Produkte erheblich zu einer Verunsicherung, ja zur Panik auf den Märkten beigetragen. Heute sieht man den spezifischen Beitrag der Ratingagenturen zur Finanzkrise etwas differenzierter. Zum Beispiel, weil sie bei ihren Ratings „nur“ unter den gleichen Informationsmängeln über die wirkliche Verteilung, Anhäufung und Korrelation von Risiken litten, die auch bankinterne Risikocontroller zu einer massiven Unterschätzung von Risiken verführt hatten. Dennoch lassen sich ohne Zweifel verschiedene schwere Mängel im Bereich der Ratingagenturen identifizieren.

Ein *erster* Mangel ist im bisherigen Geschäfts- und Bezahlmodell von Ratingagenturen zu sehen, das zu verzerrten Anreizen im Rating-Prozess führen konnte und wohl auch geführt hat. Dabei lassen sich mindestens drei Berührungsfelder mit den Kunden von Ratingagenturen ausmachen, die sich als problematisch herausstellten. Erstens wurden Ratingagenturen von den Wertpapieremittenten für ihr Rating bezahlt, so dass das Interesse an einem guten Rating auf Seiten der Emittenten und das Interesse an guten und vor allem langfristigen Geschäftsbeziehungen auf Seiten der Ratingagenturen Anreize zu einem tendenziell eher günstigeren Rating setzte.

Zweitens beschränkte sich die Dienstleistung der Ratingagenturen oft nicht auf das Rating selbst, sondern umfasste auch Beratungsleistungen bei der Konstruktion der zu bewertenden Finanzmarktprodukte. Dabei ging es zum Beispiel um Einzelheiten der Verpackung und Tranchierung von Hypothekenforderungen zu Mortgaged Backed Securities. Verbunden damit hatten Ratingagenturen wenig Anreiz, die nach Maßgabe der eigenen Beratung zusammengestellten Wertpapiere schlecht zu bewerten, denn damit hätten sie die Kompetenz der eigenen Beratungsleistung in Frage gestellt⁷⁷. Zudem führte die Kombination von Beratung und Bewertung dazu, dass Hypothekenforderungen gerade so verpackt und tranchiert wurden, dass gerade die Mindestanforderungen für eine bestimmte Ratingstufe erreicht wurden. Damit sank aber die Durchschnittsqualität der Wertpapiere im Zeitablauf⁷⁸.

Drittens hatten auch die Käufer der bewerteten Finanzmarktprodukte kein großes Interesse an einem kritischen Rating, weil das Aufsichtsrecht verschiedentlich an die Ergebnisse ex-

⁷⁷ Vgl. Hellwig (2009, S.159).

⁷⁸ Vgl. Rudolph (2009, S.45).

terner Ratings anschloss. So war einigen Marktakteuren nur der Erwerb hervorragend bewerteter Produkte erlaubt. Ein kritisches Rating beispielsweise von Mortgaged Backed Securities hätte ihnen daher den Zugang zu diesem Markt komplett versperren können. Zudem konnten auch die Eigenkapitalunterlegungspflichten vom Ergebnis externer Ratings abhängen und waren entsprechend bei einem kritischen Rating höher. Da im Ergebnis somit Emittenten, Käufer und Ratingagenturen Interesse an einem laxen Rating hatten, ist es nicht überraschend, dass viele Ratings sich später als zu optimistisch herausstellten.

Ein *zweiter* Mangel, der auf Seiten der Ratingagenturen verortet werden muss, lag in ihren für strukturierte Wertpapiere völlig unzureichenden Risikobewertungsmodellen. Als sich deren Versagen herausstellte, wurden ex-post erhebliche Ratingkorrekturen vorgenommen, die die Märkte destabilisierten. Der Ratingprozess selbst bzw. die vorgenommenen Korrekturen waren darüber hinaus für externe Parteien und selbst für die Finanzaufsicht vollständig undurchsichtig. Eine unabhängige Beurteilung der Qualität von Ratings war daher nicht möglich, was zu einer weiteren Verunsicherung beitrug.

Ein *dritter* Mangel betraf die Struktur des Ratingmarktes selbst. Diese entsprach in keiner Weise den Anforderungen an einen vollkommenen Konkurrenzmarkt, im Gegenteil existierten nur einige große, ausschließlich in den USA angesiedelte Ratingagenturen. Auf diese Weise ergaben sich all die Schwächen, die typisch für oligopolistische Märkte sind. Es existierten erhebliche Anreize zu friedlichem Parallelverhalten und zur unausgesprochenen Aufteilung des Marktes in Claims, wodurch Konkurrenz praktisch ausgeschaltet werden konnte. Dieser beschränkte Wettbewerb war der Qualität des Ratingprozesses nicht zuträglich. Er konnte auch nicht zur Auflösung der vielgestaltigen Interessenkonflikte, denen Ratingagenturen unterlagen, durch den Druck des Marktes beitragen⁷⁹.

(b) Aufgaben

Die wichtigste Aufgabe dürfte darin bestehen, das Geschäfts- und Bezahlmodell von Ratingagenturen so zu verändern, dass das Auftreten von Interessenkonflikten auf Seiten der Ratingagenturen künftig weitestgehend vermieden wird. Während sich an der Bezahlung der Ratingagenturen durch Wertpapieremittenten nur schwer etwas ändern lässt, so dass den damit verbundenen Anreizverzerrungen auf andere Weise zu begegnen ist, sollte doch wenigstens die Verbindung von Beratung und Rating künftig untersagt werden. Um den Käufern von Wertpapieren ein höheres Interesse an einem kritischen Rating zu geben, so dass eventuelle Interessenkonflikte an dieser Stelle verhindert werden, sollte zudem die Ab-

⁷⁹ So z.B. auch Verband der Schweizer Unternehmen (2010, S.9).

hängigkeit risikogewichteter Eigenkapitalunterlegungspflichten von den Ergebnissen externer Ratings verringert werden.

Sinnvoll wäre es auch, der Tragweite der Entscheidungen von Ratingagenturen durch strikte materielle Aufsicht zu begegnen. Ratingagenturen würden auf diese Weise, anders als bisher, selbst Objekte der Finanzaufsicht. Dazu sollten anspruchsvolle Qualitätsanforderungen an die Ratingmodelle gestellt werden. Sie sollten ebenso wie bankinterne Risikomodelle die Möglichkeit von außergewöhnlichen Stresssituationen berücksichtigen müssen. Um die Transparenz des Bewertungsprozesses zu erhöhen, sollten Ratingagenturen zudem die verwendeten Modelle komplett offen legen und vollständig über die beim Rating getroffenen Annahmen informieren müssen. Eine solche Vorgabe würde nicht nur der Aufsicht, sondern auch anderen Marktteilnehmern eine neutrale Einschätzung von Bewertungen und aller dabei eventuell auftretenden Interessenkonflikte ermöglichen⁸⁰. Eine ergänzende Maßnahme zur Erhöhung der Transparenz von Ratings könnte darin bestehen, die Bewertungen hochkomplexer Finanzmarktprodukte mit besonderen Hinweispflichten zu verbinden, aus denen die Unmöglichkeit, beim Rating dieser Produkte alle Risiken abzubilden, hervorgeht. Ein dennoch vorgenommenes Top-Rating müsste dann von den Ratingagenturen mit sehr guten Argumenten begründet werden.

(c) Wo steht man heute?

Da das Versagen der Ratingagenturen bereits zu Beginn der Finanzkrise ein Thema war, wurde auch bereits sehr früh darüber diskutiert, Ratingagenturen künftig in die Finanzaufsicht einzubeziehen und ihre Geschäftspraktiken zu regulieren. Bereits im April 2008 legte das Financial Stability Forum den G7-Staaten Vorschläge einer künftigen Regulierung von Ratingagenturen vor, die unter anderem verschärfte Informationspflichten und Regeln zur Vermeidung von Interessenkonflikten vorsahen.

Große Fortschritte bei der konkreten Regulierung wurden dann erstmals im November 2008 erzielt, als die Europäische Kommission den Vorschlag einer Verordnung zur Regulierung von Ratingagenturen vorlegte, der im April 2009 vom Europäischen Parlament verabschiedet wurde. Die Verordnung sieht vor, dass Ratings innerhalb der EU nur noch vorgenommen werden dürfen, wenn Ratingagenturen sich bei der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde registrieren lassen⁸¹. Die gleichzeitige Erbringung von Beratungs- und Bewertungsleistungen wurde untersagt und umfangreiche Veröffentlichungspflichten über verwendete

⁸⁰ Vgl. CEP (2009, S.11).

⁸¹ 2009 war entsprechend eine Registrierung beim Committee of European Securities Regulators (CESR) notwendig; dieses ist mittlerweile in der neu geschaffenen European Securities and Market Authority (ESMA) aufgegangen, die somit heute zuständig ist.

Modelle und getroffene Annahmen eingeführt. Darüber hinaus wurde die Erfüllung von Mindestanforderungen an das interne Qualitätsmanagement von Ratingagenturen verpflichtend. So müssen in der EU tätig werdende Ratingagenturen seither eine interne Qualitätskontrollstelle einrichten sowie zwei unabhängige Mitglieder in ihr Leitungsgremium bestellen, deren Vergütung unabhängig vom Jahresergebnis der Ratingagentur ist.

Die bereits recht weitgehende Regulierung von Ratingagenturen innerhalb der EU wurde im Juni 2010 weiter ergänzt, als die Europäische Kommission Vorschläge zur Änderung der Verordnung über Ratingagenturen vorlegte. Sie sehen vor, dass die Europäische Wertpapieraufsicht künftig nicht nur für die Registrierung, sondern auch für die Aufsicht aller in der EU tätigen Ratingagenturen zuständig sein soll. Die einheitliche europäische Aufsicht schließt dabei die Firmenniederlassungen außereuropäischer Ratingagenturen ein, also vor allem die großen amerikanischen Institute. Die ESMA erhält dabei weitgehende Kontroll- und Ermittlungsrechte. Ein Beitrag zur Transparenz des Ratingprozesses soll dadurch erzielt werden, dass Emittenten strukturierter Finanzprodukte zukünftig alle an die von ihnen gewählte Ratingagentur übermittelten Informationen offenlegen müssen, so dass eine neutrale Risikoeinschätzung möglich wird.

Während die geschilderten Vorschläge zur Änderung der Verordnung über Ratingagenturen bislang noch kein geltendes Recht sind – da sie zunächst noch vom EU-Ministerrat und vom Europäischen Parlament angenommen werden müssen – wurde zum Ende des Jahres 2010 im Beratungsprozess bereits Einigkeit über einige ihrer zentralen Punkte erzielt. So einigten sich Vertreter der EU-Mitgliedstaaten und das Europäische Parlament im Dezember 2010 auf die Zuständigkeit der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA für die Aufsicht über alle in Europa tätig werdenden Ratingagenturen. Die Aufsichtsbehörde soll zudem nicht nur Ermittlungsrechte, sondern auch Sanktionsrechte erhalten, wenn Ratingagenturen sich nicht an das EU-Recht halten. Dabei sollen Strafzahlungen in einer Höhe von bis zu 20% des jährlichen Umsatzes einer Ratingagentur verhängt werden können. Uneinig ist man sich hingegen über die Informationspflichten im Ratingprozess. So ist es unwahrscheinlich, dass Ratingagenturen künftig alle Details vorgenommener Bewertungen veröffentlichen müssen, um dritten Parteien neutrale Ratings zu ermöglichen. Die Informationspflichten der Emittenten strukturierter Finanzmarktprodukte sind von diesem Dissens jedoch nicht betroffen.

In einer Gesamtbetrachtung wird deutlich, dass bei der Regulierung von Ratingagenturen seit Ausbruch der Finanzkrise weitaus größere Fortschritte erzielt worden sind, als in vielen anderen Regulierungsbereichen. Dieser Eindruck ist zum Teil aber auch darauf zurückzu-

führen, dass Ratingagenturen vor der Finanzkrise so gut wie völlig unbeaufsichtigt waren. Man fing somit im Grunde bei null an. Dennoch wurden fast alle sich aus der Krise ergebenden Lehren im Sinne einer künftig besseren Regulierung aufgegriffen und zum Teil bereits sehr kurzfristig umgesetzt. Eine Ausnahme bildet allein das Bezahlmodell von Ratingagenturen. Ihr Leistungsentgelt erhalten sie weiterhin von den Emittenten der zu bewertenden Produkte und eine Änderung dieser Praxis ist auch nicht geplant. Es ist jedoch fraglich, ob alternative Bezahlmethoden, zum Beispiel durch den Käufer der entsprechenden Produkte, wie Steinbach/Steinberg (2010) vorschlagen, praktisch umsetzbar sind.

Beim insgesamt positiv ausfallenden Urteil der Regulierung von Ratingagenturen sollte jedoch nicht verschwiegen werden, dass ein Teil des Versagens der Ratingagenturen auf unausweichliche inhärente Schwächen der Risikomodelle zurückzuführen ist. Auch die beste Regulierung wird zukünftig Fehleinschätzungen der Ratingagenturen nicht verhindern können. Die Urteile von Ratingagenturen sollten daher stets mit Vorsicht interpretiert werden und nicht alleinige Grundlage von Risikoeinschätzungen sein.

3.7. Vergütungen

(a) Hintergrund

Kaum etwas stößt seit dem Ausbruch der Finanzkrise auf mehr Empörung und Unverständnis als die Beobachtung hoher Gehalts- und Bonuszahlungen an das Management von Finanzinstituten, deren wirtschaftliche Fortexistenz direkt oder indirekt nur durch den massiven Einsatz von Steuergeldern möglich ist. Vielen scheint es fast so, als hätte sich die Finanzwirtschaft nicht allein von der Realwirtschaft, sondern darüber hinaus von der Gesamtgesellschaft abgekoppelt. Zynische Verweise auf die Notwendigkeit der Zahlung von „Halteboni“ an verdiente Mitarbeiter und ähnliche Konstrukte, die mit dem ansonsten in der Finanzindustrie vorherrschenden Leistungsgedanken wenig zu tun haben, machen es einfach, den Ausbruch der Finanzkrise auch auf einen moralischen Verfall, auf Maßlosigkeit und Gier zurückzuführen. Doch selbst wenn manches für eine solche Einschätzung spricht, erklärt sie nicht, durch welche Fehlanreize und Regulierungslücken dieses Fehlverhalten auf breiter Basis überhaupt möglich wurde – und welchen Beitrag es tatsächlich zur Finanzkrise lieferte.

Eine nähere Betrachtung der Vergütungspolitik von Finanzinstituten vor Ausbruch der Finanzkrise zeigt, dass nicht die absolute Höhe von Gehalts- und Bonuszahlungen zu Fehlanreizen führte, sondern vor allem die Anknüpfung an sehr kurzfristige bilanzielle Erfolgswerte. Es liegt eine gewisse Ironie darin, dass Finanzinstitute und Aufsicht im Vorfeld der

Finanzkrise auf der einen Seite versucht haben, die Risiken von Vermögensanlagen mit feinjustierten risikogewichteten Eigenkapitalunterlegungspflichten beherrschen zu können, andererseits aber Bonuszahlungen in keiner Weise mit ihren Entscheidungen einhergehenden Risiken berücksichtigten. Erwies sich eine Anlageentscheidung in einem Geschäftsjahr als Erfolg, zog sie Bonuszahlungen unabhängig davon nach sich, ob der kurzfristige Erfolg mit einer langfristigen Risikoexposition erkaufte wurde. Auch führte die Realisierung eingegangener Risiken in späteren Geschäftsjahren nicht dazu, dass Verantwortliche die bereits erhaltenen Boni zum Teil oder vollständig über die Leistung von Maluszahlungen zurückerstatten mussten.

Dass dem Management von Finanzinstituten durch ein solches System ausgeprägte Anreize gesetzt werden, in ihren Entscheidungen kurzfristige Gewinnchancen höher zu gewichten als mittel- bis langfristige Verlustrisiken, hätte allen Beteiligten klar sein müssen. Neben anekdotischer existiert mittlerweile auch empirische Evidenz, die einen Zusammenhang zwischen einer auf kurzfristige Erfolgsziffern beruhenden Vergütungspraxis und der potentiellen Krisenanfälligkeit von Finanzinstituten bestätigt. So zeigt beispielsweise Kaserer (2010, S.1), dass zwischen dem Anteil variabler Vergütungsbestandteile an der Vergütung der Leitungsorgane von börsennotierten Banken und der Höhe des Kernkapitals der entsprechenden Institute ein ausgeprägter negativer Zusammenhang besteht. Ceteris paribus gilt somit, dass die Krisentragfähigkeit von Banken tendenziell umso geringer ist, je stärker sie bei der Entlohnung auf Bonuszahlungen setzen. Kaserer/Rapp (2009) untersuchten zudem auch den Zusammenhang zwischen Vergütungssystem und der Börsenkursentwicklung von Banken und kommen zu dem Schluss, dass an kurzfristigen Bilanzfiguren orientierte Bonuszahlungen einen destabilisierenden Effekt auf die Börsenkurse ausübten und insofern Anteil an der Verschärfung der Finanzkrise hatten.

Führt man sich derart offensichtliche Zusammenhänge vor Augen, stellt sich unmittelbar die Frage, warum die Kapitaleigner von Finanzinstituten Vergütungssysteme duldeten, die einen negativen Einfluss auf die Solvabilität und den langfristigen Erfolg ihrer Institute ausüben konnten. Eigentlich müssten wenigstens die Eigner langfristige Strategien mit begrenztem Risiko vorziehen und dafür Sorge tragen, dass das Management in ihrem Interesse handelt. Eine staatliche Regulierung der Vergütungspraxis wäre dann nicht notwendig. Tatsächlich aber handelten Institutseigner keineswegs in dieser Weise. Vermutlich waren sie sich der impliziten staatlichen Bestandsgarantie für systemrelevante Banken voll und ganz bewusst, so dass sie tendenziell bereit waren, höhere Risiken einzugehen. Auch besitzt das Management eines Finanzinstituts einen erheblichen Informationsvorsprung vor den Aktionären. Letztere beschränken häufig ihr Urteil der Performance eines Instituts auf einfach zu beobachtende

und leicht zu vergleichende Größen, zum Beispiel die Eigenkapitalrendite. Die Einschätzung der Risikoexposition eines Finanzinstituts ist dagegen weit komplexer. Zudem kann angenommen werden, dass sich Aktionäre ebenso wie die Finanzaufsicht auf die zunehmende Beherrschbarkeit von Risiken durch mathematische Risikomanagementsysteme verließen. Sinkende Eigenkapitalquoten wurden unter Umständen weniger als existentielle Gefahr gesehen, sondern vielmehr als Beweis zunehmender Effizienz. Diese fand sich ja scheinbar auch in hohen Eigenkapitalrenditen wieder.

Wie die Finanzkrise gezeigt hat, hatten alle genannten Motive – Moral Hazard, Informationsmangel und übergroßer Optimismus – ein Vergütungssystem ermöglicht, das die Ruinwahrscheinlichkeit von Finanzinstituten erhöht und schwere Verwerfungen im Finanzsystem und weit darüber hinaus mitverursacht hat. Während der Ruin einer Bank aber letztlich eine private Angelegenheit der direkten Beteiligten ist und keine Staatseingriffe erfordert, die über Anlegerschutz hinausgehen, erfordern die massiven externen Effekte, die von der Vergütungspraxis auf das gesamte Finanzsystem ausgingen, eine risikobegrenzende staatliche Regulierung und Aufsicht der Vergütungspraxis.

(b) Aufgaben

Da sich vor allem die an kurzfristige Erfolgsziffern geknüpfte variable Vergütung als hochdefizitär erwiesen hat, sollte die *erste* Aufgabe für die Zukunft darin bestehen, den Umfang solcher Vergütungssysteme zu begrenzen oder Finanzinstitute zu verpflichten, variable Vergütungsbestandteile an aufsichtsrechtlich vorgegebene langfristige Erfolgsziffern auszurichten. Denkbar wäre auch, statt im Einzelnen bestimmte Vergütungssysteme als zulässig vorzuschreiben, die in einzelnen Instituten angewendete Vergütungspraxis genehmigungspflichtig zu machen⁸². Diese relativ harten Regulierungsmaßnahmen sollten vor allem für systemrelevante Finanzinstitute gelten. Bei nicht systemkritischen Instituten, bei denen das Aufsichtsziel des Systemschutzes keine Rolle spielt, ist eine so weitgehende Regulierung eigentlich nicht notwendig⁸³. Da jedoch bislang keine ausreichende Definition systemkritischer Finanzinstitute existiert und eine scharfe Vergütungsregulierung bei nur diesen Instituten starke Anreize zu Regulierungsarbitrage setzt, könnte es sinnvoll sein, die Vergütungspraxis aller Finanzinstitute in der vorgeschlagenen Weise zu beaufsichtigen.

Variable Vergütungsregeln sollten *zweitens* neben den üblichen Bedingungen für Bonuszahlungen Regeln für Maluszahlungen für den Fall vorsehen, dass sich die Grundlage der

⁸² So z.B. Hellwig (2010a, S.42).

⁸³ So z.B. CEP (2009, S.14), die aber insgesamt eine Vorliebe für „weiche“ Regulierung im Sinne von freiwilligen Verhaltenskodizes erkennen lassen.

Boni langfristig als nicht haltbar erwiesen hat. Eine grundsätzliche Orientierung variabler Vergütungen an langfristigen Erfolgsziffern macht eine solche Regelung zwar weniger notwendig. Sie macht die Installierung von Malusregeln dennoch nicht obsolet, auch langfristige Erfolgsziffern müssen sich, wenn Bonuszahlungen als Leistungsanreiz einen Sinn haben sollen, auf einen relativ begrenzten Zeitraum beziehen. An Stelle von Maluszahlungen wäre es auch möglich, Bonuszahlungen von Beginn mit jeweils eingegangenen Risiken zu gewichten⁸⁴. In diesem Fall würden allerdings wiederum all jene Probleme auftreten, die auch die Risikogewichtung von Eigenkapitalunterlegungspflichten zu einem sehr umstrittenen Instrument gemacht haben.

Um möglichen Fehlanreizen der Entscheidungsträger in Finanzinstituten konsequent zu begegnen, sollte *drittens* auch daran gedacht werden, die persönliche Haftung der Mitglieder von Leitungs- und Aufsichtsorganen zu erhöhen. Denn während die Eigentümer von Finanzinstituten wenigstens mit ihrem Kapitaleinsatz haften, ist die persönliche Haftung von Vorständen und Aufsichtsräten stark begrenzt. Diese grundsätzliche Haftungsbegrenzung wird noch dadurch verstärkt, dass Mitglieder der Leitungsgremien häufig Versicherungen abgeschlossen haben, die eventuell anfallende Haftungsverpflichtungen übernehmen. Man kann daher Hellwig (2010a, S.38) folgen, der vor allem mit Blick auf Aufsichtsräte ausführt: „Die betreffenden Persönlichkeiten müssen ein unmittelbares materielles Interesse daran haben, dass die Risiken eines neuen Geschäftsmodells gründlich analysiert und dargelegt werden. Die Aussage, man habe sich nicht für die Risiken interessiert oder man habe die komplexen Instrumente nicht verstanden und habe sich auf die Spezialisten verlassen, darf keine Grundlage für eine Ausnahme von der Haftung sein.“

Viertens sollte dann, wenn in Schieflage geratene Finanzinstitute aufgrund ihrer systemischen Bedeutung mit Steuermitteln gerettet werden müssen, eine noch umfassendere Regulierung der Vergütung greifen. Neben einer Begrenzung oder vollständigen Untersagung der Leistung von Bonuszahlungen sollte eine kritische Überprüfung der Fixgehälter vorgenommen werden. Ein so weitgehender Eingriff ist ordnungspolitisch angemessen, da die betroffenen Institute ohne die staatlichen Eingriffe nicht mehr existieren würden und alle Arbeitsverträge hinfällig wären. Diese Eingriffe sollten allerdings sinnvollerweise nur Teil eines viel weitergehenden Restrukturierungsregimes sein. Mit dieser Thematik befasst sich weiter unten Abschnitt 3.8.

(c) Wo steht man heute?

⁸⁴ So z.B. BMWi (2010, S.31).

Die Regulierung der Vergütungspraxis von Finanzinstituten war seit dem Ausbruch der Finanzkrise bereits Gegenstand einer Vielzahl gesetzgeberischer Maßnahmen. Der Grund für die vergleichsweise starke Zuwendung zu diesem Thema dürfte vor allem im Ausmaß der staatlichen Rettungspakete zugunsten der Finanzindustrie zu sehen sein. Wohl auch mit Blick auf die Öffentlichkeit sollte nicht der Anschein entstehen, dass Hilfsmaßnahmen und Rettungspakete dadurch konterkariert werden, dass die aufgebrachten Mittel nicht zur Stützung der Finanzinstitute, sondern zur Auszahlung von Gehältern und Boni verwendet werden.

Nach verschiedenen unverbindlichen Absichtserklärungen stellten die Empfehlungen der Europäischen Kommission vom April 2009 zur Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor den ersten wesentlichen Fortschritt im Gesetzgebungsprozess dar. Die Kommission plädierte dabei erstmals offiziell für eine Überwachung der Vergütungspolitik von Finanzinstituten durch nationale Aufsichtsbehörden. Sie rekurrierte hierbei vor allem auf das Aufsichtsziel des Systemschutzes, denn als explizites Ziel der Beaufsichtigung wurde die Gewährleistung einer mit den Anforderungen an solides Risikomanagement zu vereinbarenden Vergütungspraxis der Finanzinstitute genannt. Zu diesem Zweck empfahl die Europäische Kommission die Entwicklung von Regeln, die sicherstellen, dass variable Vergütungsbestandteile sich künftig an langfristigen Erfolgsziffern orientieren. Sie sollen zudem umfänglich in einem angemessenen Verhältnis zur fixen Vergütung stehen müssen.

Im August 2009 erfolgte mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Stärkung der Finanzmarkt- und Versicherungsaufsicht der erste konkrete Gesetzgebungsschritt in Deutschland, der Eingriffe in das rechtliche Verhältnis zwischen Finanzinstituten und Mitgliedern ihrer Leitungsgremien ermöglichte. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht hat seither das Recht, Finanzinstitute zur Entfernung von Mitgliedern ihres Aufsichtsrates zu zwingen, wenn diese sich als fachlich ungeeignet oder unzuverlässig erwiesen haben.

Mit dem nur wenige Tage später in Kraft getretenen Gesetz zur Angemessenheit von Vorstandsvergütungen wurden anschließend in Deutschland Regeln rechtsverbindlich, die direkt auf die Vergütungspraxis von Aktiengesellschaften abzielten. Um eine Orientierung an zu kurzfristigen Erfolgsziffern zu unterbinden, müssen variable Vergütungsbestandteile seither eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben. Eine verstärkte Langfristorientierung der maßgeblichen Entscheidungsträger in den betroffenen Unternehmen soll zusätzlich dadurch erreicht werden, dass als Vergütung gewährte Aktienoptionen frühestens nach vier Jahren realisiert werden dürfen. Aufsichtsräten wurden zudem erweiterte Rechte eingeräumt, im Falle einer unerwartet negativen Unternehmensentwicklung in die bestehenden Arbeits-

verträge der Vorstandsmitglieder einzugreifen, um Vergütungen nachträglich zu reduzieren. Um die tatsächliche Haftungspflicht von Vorständen für zu verantwortende Fehlentwicklungen zu erhöhen, müssen zwischen Vorständen und Versicherungsunternehmen abgeschlossene Versicherungen, die eine Übertragung der Zahlungsverpflichtungen aus der Vorstandshaftung vorsehen, außerdem künftig einen Selbstbehalt des Versicherungsnehmers im Umfang von mindestens dem 1,5-fachen der jährlichen fixen Vergütung vorsehen. Im August 2010 trat als Ergänzung zu diesen Regelungen das Gesetz über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Vergütungssysteme von Finanzinstituten und Versicherungsunternehmen in Kraft. Es enthält vor allem Regeln, die mit dem Ziel des System-schutzes Eingriffe des Gesetzgebers in bestehende Arbeitsverträge ermöglicht. So wird die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ermächtigt, Bonuszahlungen zu reduzieren oder vollständig zu verbieten, wenn in einem Unternehmen die Unterschreitung aufsichtsrechtlicher Kennziffern droht oder bereits eingetreten ist. Dem Bundesministerium für Finanzen wird zudem der Auftrag erteilt, mithilfe von Rechtsverordnungen Anforderungen an die Ausgestaltung und Transparenz von Vergütungssystemen in Finanzinstituten und Versicherungsunternehmen zu formulieren. Es wird zusätzlich dazu ermächtigt, die Einhaltung dieser Anforderungen zu überwachen.

Auch der Entwurf eines Gesetz zur geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aufsichtsrechtlichen Organhaftung vom Juli 2010 enthält Eingriffsmöglichkeiten in das Vertragsverhältnis zwischen Finanzinstituten und den Mitgliedern ihrer Leitungsgremien. So wurde die Verjährungsfrist von Vorständen und Aufsichtsräten von Aktiengesellschaften von fünf auf zehn Jahre verlängert. Auch mit dieser Maßnahme sollen Fehlanreize zu kurzfristig orientierten Entscheidungen reduziert werden.

Auf europäischer Ebene erfolgte eine Konkretisierung der Empfehlungen der Europäischen Kommission vom April 2009 vor allem im Rahmen des Vorschlags der Europäischen Kommission und des Europäischen Rates zur Änderung und Ergänzung der Umsetzungsrichtlinien der Basel-II-Regeln, der im Juli 2010 vom Europäischen Parlament verabschiedet wurde. Die von den Mitgliedsstaaten in den nächsten Jahren umzusetzenden Regeln entsprechen dabei zum Teil dem in Deutschland bereits geltenden Recht, gehen aber zum Teil auch darüber hinaus. Finanzinstitute werden grundsätzlich verpflichtet, die Vergütung aller Entscheidungsträger, deren Handeln eine wesentliche Auswirkung auf ihre Risikoexposition hat, in Einklang mit ihrem Risikomanagement zu bringen. Vorgeschrieben wird daher, dass erfolgsabhängige variable Vergütungen einen Beurteilungszeitraum von wenigstens drei bis fünf Jahren umfassen müssen. Werden variable Vergütungen in Form von Aktienoptionen

oder ähnlichen Instrumenten entgolten, so müssen diese den langfristigen Unternehmenserfolg abbilden. Sie sollen zudem erst nach einigen Jahren eingelöst werden können. Das Verhältnis von fixer und variabler Vergütung soll so ausgestaltet werden, dass unter schwierigen Umständen genügend Spielraum für einen vollkommenen Verzicht auf Bonuszahlungen besteht. Eine vollkommene Flexibilität variabler Vergütungen soll zusätzlich dadurch erzielt werden, dass garantierte Boni vollkommen verboten werden.

Werden Finanzunternehmen mithilfe von Steuergeldern gestützt, soll ihre Vergütungspraxis gewährleisten, dass aufgenommene Mittel schnellstmöglich zurückgezahlt werden können. Neben Eingriffen in die in Arbeitsverträgen geregelten Vergütungssysteme soll Aufsichtsbehörden künftig auch die Verhängung „abschreckender“ Sanktionen ermöglicht werden, wenn Finanzinstitute in ihrer Vergütungspraxis gegen die auferlegten Regeln verstoßen. Finanzinstitute sollen daher auch verpflichtet werden, ihre strukturelle Vergütungspolitik vollkommen offen zu legen und über die aggregierten Vergütungsleistungen an die von der Regulierung betroffenen Mitarbeiter zu informieren.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass bei der Regulierung der Vergütungspolitik von Finanzinstituten bereits beachtliche Fortschritte erzielt worden sind. Insbesondere Vorschriften, die eine Anknüpfung variabler Vergütungsbestandteile an langfristige Erfolgsziffern verpflichtend machen, sind in Anbetracht der geschilderten Fehlanreize der bisherigen Vergütungssysteme eine sinnvolle Weiterentwicklung. Einschränkend muss jedoch darauf hingewiesen werden, dass Regulierung und Aufsicht im Bereich privatrechtlicher Arbeitsverträge an Grenzen stoßen, wenn man nicht sehr detailliert in die Vertragsgestaltung eingreifen will. Verschiedentlich ist daher darauf aufmerksam gemacht worden, dass die Ursachen für die defizitären Vergütungssysteme von Finanzinstituten nicht in einem Regulierungsmangel, sondern in einem Versagen der Corporate Governance von Finanzinstituten zu suchen sind. Eine Regulierung der Vergütungspraxis würde daher nur das Symptom, nicht die Ursache bekämpfen⁸⁵. Eingriffe in die privaten Vergütungsvereinbarungen wären daher weit weniger entscheidend für eine zukünftig robustere Finanzmarktarchitektur als eine konsequente Schließung all jener Regulierungslücken, die die Erzielung kurzfristig hoher Gewinne und daraus abgeleiteter Bonuszahlungen bei gleichzeitiger Externalisierung eingegangener Risiken erst ermöglichen. Diesem Einwand kann zwar weitestgehend gefolgt werden. Er schließt jedoch nicht aus, ergänzend zu allen ansonsten wichtigen Maßnahmen auch jene Symptome einzudämmen, die besonders schädlich für das allgemeine Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems sind. Insofern können

⁸⁵ Vgl. z.B. Kaserer (2010).

Maßnahmen, mit deren Hilfe nicht zu rechtfertigende individuelle Profite aus einem nicht perfekt regulierten Finanzsystem begrenzt werden, nur begrüßt werden.

Unabhängig davon bleibt jedoch zusätzlich fraglich, ob eine staatliche Begrenzung von Bonuszahlungen überhaupt greifen wird beziehungsweise ob sie nicht lediglich zu Ausweichreaktionen führt. Da die entsprechenden Regeln erst seit kurzer Zeit rechtskräftig sind oder zum Teil erst noch in konkrete Gesetzgebungsschritte umgesetzt werden müssen, lässt sich diese Frage zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht beantworten. Es liegen aber Hinweise vor, die darauf hindeuten, dass die beschlossene Regulierung der Vergütungspraxis von Finanzinstituten auch konsequent umgesetzt werden muss, wenn die angestrebten Wirkungen erreicht werden sollen. So zeigt eine Untersuchung der Unternehmensberatung Towers-Watson, dass 60% der befragten deutschen Finanzinstitute die im August 2009 in Kraft getretenen und eigentlich bis zum Ende 2009 umzusetzenden Vergütungsregeln zu Beginn des Jahres 2010 noch nicht in ihrer Vergütungspolitik berücksichtigt hatten⁸⁶. Auch zu einer flächendeckenden Reduzierung von Bonuszahlungen war es den Untersuchungsergebnissen zufolge noch nicht gekommen: Während es in einigen Finanzinstituten zu Bonuskürzungen gekommen war, hatten selbst im Krisenjahr 2009 die Bonuszahlungen anderer Finanzinstitute um bis zu 25% zugenommen.

Noch besorgniserregender ist, dass 21% der befragten Finanzinstitute planen, an garantierten Bonuszahlungen, also Halteboni, festzuhalten. Gerade diese Bonuszahlungen werden durch die Änderungen der Basel-II-Richtlinien auf EU-Ebene untersagt, müssen aber erst noch in nationales Recht umgesetzt werden. Hier zeigt sich unter Umständen, dass Finanzinstitute auf eine inkonsequente Umsetzung oder auf Regulierungsarbitrage spekulieren. Es bleibt zu hoffen, dass die in dieser Richtlinie ebenfalls vorgesehene Möglichkeit nationaler Aufsichtsbehörden, Verstöße gegen die Vergütungsregeln durch abschreckende Maßnahmen zu sanktionieren, solche Versuche verhindern wird.

3.8. Restrukturierungs- und Abwicklungsregime für systemrelevante Finanzinstitute

(a) Hintergrund

Sowohl im Vorfeld als auch während der Finanzmarktkrise verursachte das Fehlen eines spezifischen Restrukturierungs- und Abwicklungsregimes für Finanzinstitute eine Vielzahl von Problemen. Im Vorfeld der Krise war dabei vor allem die implizite Erpressbarkeit des Staates durch systemrelevante Finanzinstitute Grund für vielgestaltige Marktineffizienzen. Während der Krise erschwerte das Fehlen einer spezifischen Sanierungs- und Insolvenz-

⁸⁶ Vgl. Towers-Watson (2010).

ordnung den Umgang mit in Schieflage geratenen Finanzinstituten und machte Ad-hoc-Lösungen notwendig, die in der Kürze der zur Verfügung stehenden Zeiten notwendigerweise bei weitem nicht perfekt waren.

Die mit der impliziten staatlichen Bestandsgarantie für systemrelevante Finanzinstitute verbundenen Marktineffizienzen beruhen grundsätzlich auf einem Moral-Hazard-Problem, das jedoch in verschiedenen Formen auftritt. Zum ersten führt die Antizipation staatlicher „Bail-Outs“ von in Schieflage geratenen systemrelevante Institute dazu, dass Finanzmarktakteure einen hohen Anreiz haben, systemrelevant zu werden, um damit ihr Insolvenzrisiko auf null zu reduzieren⁸⁷. Aus ökonomischer Sicht ist daran problematisch, dass Unternehmenswachstum nicht durch erwartete Effizienzsteigerungen, sondern durch die Ausnutzung eines Marktmanagements motiviert wird. Solcherweise motiviertes Unternehmenswachstum ist aber ineffizient, da es erstens zu unproduktiver Ressourcenverschwendung und zweitens zu einer Erhöhung systemischer Risiken auf dem Finanzmarkt führt. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass die Veränderung der Finanzmarktstruktur hin zu immer weniger und immer größeren Banken zum Teil auf derartigen Fehlanreizen beruht⁸⁸.

Sind Finanzinstitute erst einmal systemrelevant, treten weitere Fehlanreize auf. Da sie keinem Insolvenzrisiko unterliegen, genießen sie erhebliche Zinsvorteile bei der Fremdkapitalfinanzierung⁸⁹ und werden so tendenziell stärker auf dieses Finanzierungsinstrument setzen. Systemrelevanz und implizite Bestandsgarantie erhöhen somit das Leverage im Finanzsystem und damit auch die Systeminstabilität. Zudem führt die implizite Haftungsbeschränkung zu einem erhöhten Anreiz, risikoreichere Geschäftsstrategien zu verfolgen. Auch hierdurch wird das Finanzsystem krisenanfälliger und instabiler. Dabei muss betont werden, dass sich sowohl stärkere Fremdkapitalfinanzierung als auch eine ausgeprägtere Risikoexposition einzelwirtschaftlich durchaus in hohen Eigenkapitalrenditen niederschlagen können. Sie sind aber dennoch gesamtwirtschaftlich in dem Maße ineffizient, wie Risiken auf die Allgemeinheit verlagert werden. Eine weitere Ineffizienz ergibt sich schließlich dadurch, dass staatliche Rettungsmaßnahmen einen wichtigen Steuerungsmechanismus der Marktwirtschaft außer Kraft setzen.

Ein marktwirtschaftlich gesteuertes Finanzsystem führt nur dann zu einem optimalen Ergebnis, wenn die sich im Wettbewerb als unterlegen herausstellenden Geschäftsstrategien und das mit ihnen verbundene Unternehmensmanagement vom Markt verschwinden. Beides war im Laufe der Finanzkrise, abgesehen von Ausnahmefällen, weitestgehend nicht der Fall. Nur

⁸⁷ Vgl. SVR (2010, S.169).

⁸⁸ 1998 hielten die weltweit fünf größten Banken 8% des gesamten globalen Anlagevermögens im Bankensektor, bis 2008 stieg dieser Anteil auf 16%, vgl. Haldane/Alessandi (2009, S.9).

⁸⁹ Vgl. zum Ausmaß dieses Finanzierungsvorteils Abschnitt 2.2. der vorliegenden Untersuchung.

in wenigen Fällen übernahm der Staat selbst die Kontrolle über angeschlagene Banken, in noch weniger Fällen verloren die Eigentümer ihre Ansprüche an den eigentlich insolventen Finanzinstituten. Eine Sanktionierung durch den Wettbewerb fand somit nicht statt.

Man könnte an dieser Stelle einwenden, dass der Staat stets die Möglichkeit besaß, die implizite Staatsgarantie nicht explizit werden zu lassen. In diesem Fall hätte zwar die Erwartung staatlicher Bail-Outs zu einigen der beschriebenen Ineffizienzen geführt, die Erfahrung, dass diese Erwartungen nicht erfüllt wurden, hätte aber für die Zukunft eine Erwartungsänderung und ein Verschwinden aller Effizienzprobleme bewirkt. Tatsächlich hatte die US-amerikanische Regierung mit ihrer Verweigerung einer staatlichen Rettung der Investmentbank Lehman Brothers offenbar versucht, mit der Erwartung staatlicher Bail-Outs zu brechen. Wie sich zeigte, bestand das Problem dieser Strategie aber darin, dass ihre Folgekosten immens waren. Ähnliche Experimente kamen daher nicht mehr vor. Unfreiwillig hatte die Pleite von Lehman Brothers verdeutlicht, dass in Ermangelung eines Restrukturierungs- und Abwicklungsregimes für systemrelevante Banken kein Weg an der staatlichen Bestandsgarantie vorbeiführt⁹⁰. Eine etwaige Ankündigung, systemrelevante Finanzinstitute künftig nicht mehr zu retten, steht somit *nach* Lehman Brothers vor dem Dilemma, dass sie nicht glaubwürdig ist, solange kein robustes Verfahren der Sanierung oder Abwicklung existiert⁹¹. Die Bedeutung eines solchen Verfahrens kann daher kaum überschätzt werden.

Die Konstruktion eines Restrukturierungs- und Abwicklungsregimes steht aber vor Schwierigkeiten, die nach dem Beginn der Finanzkrise offenbar wurden. Hier zeigte sich, dass die Anwendung allgemeinüblicher Insolvenzverfahren im Falle systemrelevanter Finanzinstitute in hohem Maße kontraproduktiv wirken kann. So sind zum Beispiel in Deutschland die Insolvenzordnung (InsO) und das Gesetz über das Kreditwesen (KWG) vor allem auf den Gläubigerschutz ausgerichtet, Anforderungen des Systemschutzes spielen hier keine Rolle. Die vorgesehenen Maßnahmen zielen stattdessen auf eine Sicherung des Bestandes und eine entsprechende Einschränkung laufender Geschäftsbeziehungen. Solche Maßnahmen würden aber bei systemrelevanten Finanzinstituten zu genau den negativen systemischen Folgeerscheinungen führen, durch die staatliche Rettungsmaßnahmen erst erforderlich werden⁹². Auch versperrte das übliche Insolvenzrecht Aufsichtsbehörden den Weg, bereits frühzeitig Maßnahmen zur geordneten Restrukturierung von Finanzinstituten zu ergreifen und systemübergreifende Auswirkungen bereits im Ansatz zu verhindern⁹³.

⁹⁰ So auch BMWi (2010, S.32).

⁹¹ Vgl. Haldane/Alessandi (2009, S.7).

⁹² Vgl. Hellwig (2010a, S.40).

⁹³ Vgl. SVR (2010, S.165).

Die Schwierigkeiten waren im Fall grenzüberschreitend tätiger Finanzinstitute noch wesentlich größer. Restrukturierungsmaßnahmen in einem Staat stießen in anderen Staaten auf erhebliche rechtliche Hindernisse. Häufig waren die Vertragsbeziehungen grenzüberschreitender Institute gerade so ausgestaltet, dass harte staatliche Sanierungsmaßnahmen, die eine Übernahme der Kontrolle über die entsprechenden Institute einschlossen, über sogenannte „Change-of-Control-Clauses“ oder „Cross-Default-Vereinbarungen“ zu einer Ausweitung der Verbindlichkeiten der betroffenen Institute geführt hätten, so dass von einer staatlich kontrollierten Restrukturierung Abstand genommen wurde⁹⁴.

Die genannten Schwierigkeiten machten nach Ausbruch der Finanzkrise mit heißer Nadel gestrickte staatliche Ad-hoc Lösungen notwendig, die in Deutschland im Oktober 2008 in der Errichtung des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) mündeten. Der SoFFin erfüllte seinen Zweck der Stützung in Schieflage geratener Finanzinstitute zwar im Großen und Ganzen, wies aber Schwächen auf, die bei einer grundsätzlicheren Lösung zu vermeiden gewesen wären. So explizierte er die staatliche Bestandsgarantie, ohne zugleich einen ausreichenden Haftungsbeitrag von Eignern, Gläubigern oder des gesamten Finanzsektors sicherstellen zu können. Zudem stand die Nutzung des SoFFin allen Finanzinstituten offen, so dass die Bestandsgarantie im Ergebnis auch auf nicht systemrelevante Institute ausgedehnt wurde. Eine langfristige Lösung sollte diese Schwächen vermeiden.

(b) Aufgaben

Ein grundsätzliches Ziel aller Maßnahmen sollte darin bestehen, durch entsprechende Regelungen den Haftungsbeitrag der Eigner von Finanzinstituten soweit zu erhöhen, dass die mit der impliziten staatlichen Bestandsgarantie für systemrelevante Institute einhergehenden Verhaltensrisiken wirksam vermieden werden. Diese Forderung mag banal erscheinen, schließt aber zwei äußerst anspruchsvolle Aufgaben ein: Zum ersten muss eine Definition systemrelevanter Institute gefunden werden. Zum zweiten folgt aus der offiziellen Feststellung von „Systemrelevanz“, dass entsprechende Institute in ihrer Substanz im Notfall auch in Zukunft immer gerettet werden müssen – und dies auch wissen. Die Form der Rettung muss daher so konstruiert werden, dass die Steuerungsmechanismen der Marktwirtschaft gerade nicht außer Kraft gesetzt werden. Um die letzte Forderung erfüllen zu können, muss eine künftige Regulierung jene Schwächen überwinden, die in der Vergangenheit Staaten zu weitestgehend *bedingungslosen* Rettungsmaßnahmen gezwungen hat. Die Ultima Ratio der staatlichen Bestandsgarantie muss folglich mit der Möglichkeit frühzeitiger und harter Eingriffe in die betroffenen Institute verbunden werden.

⁹⁴ Vgl. BMWi (2010, S.35).

Ein Restrukturierungs- und Abwicklungssystem sollte daher *erstens* so ausgestaltet sein, dass nicht nur schon eingetretene oder akut drohende, sondern bereits im Vorfeld – aufgrund der Entwicklung bestimmter Kennziffern – erwartbare Schieflagen die aufsichtsrechtliche Vornahme harter Sanierungsmaßnahmen auch gegen den Willen betroffener Institute ermöglichen. Das Ziel des Systemschutzes macht es erforderlich, die Aufsicht bereits zum Handeln zu ermächtigen, wenn objektive Kennziffern die Möglichkeit einer Schieflage anzeigen, *erstens* um gesellschaftliche Folgekosten zu begrenzen, *zweitens* um den Fehlansreizen des staatlichen Bestandsschutzes zu begegnen. Ein frühzeitiger Eingriff könnte die Möglichkeit eröffnen, systemrelevante Teile eines Finanzinstituts vollständig abzusondern und durch Übertragung an eine Brückenbank unter direkte staatliche Kontrolle zu stellen⁹⁵.

Ein Restrukturierungs- und Abwicklungsregime muss *zweitens* garantieren, dass die durch den Systemschutz gebotene Rettung systemrelevanter Teile eines Finanzinstituts nicht zugleich zu einer Rettung der Ansprüche von Institutseignern führt. Dieses Ziel könnte dadurch erreicht werden, dass Eigenkapitalspritzen, Liquiditätshilfen, Staatsbürgschaften und ähnliche Maßnahmen nur zugunsten der die systemrelevanten Teile übernehmenden und staatlich kontrollierten Brückenbank erbracht werden. Die Eigner des in Schieflage geratenen Finanzinstituts sollten zwar aus ordnungspolitischen Gründen Anteile an der Brückenbank erhalten, diese müssten aber mit einer Kompensation aller öffentlich entstandenen Kosten verbunden werden. Die Insolvenz der nicht systemrelevanten und daher nicht übertragenen Teile des jeweils betroffenen Finanzinstituts müssten ohnehin vollständig von den Kapitaleignern – und zusätzlich auch von den Gläubigern – getragen werden.

Drittens, und dabei handelt es sich wahrscheinlich um den schwierigsten Aspekt, sind internationale Übereinkünfte notwendig, die die gegenseitige Anerkennung nationaler Restrukturierungs- und Abwicklungsregimes ermöglichen. Dabei müssen inhaltlich zwei Bereiche geklärt werden: *Erstens*, in welche nationale Zuständigkeit die Restrukturierung und Abwicklung von Instituten fällt; hierbei ist auch, jedenfalls innerhalb der EU, an die Zuständigkeit einer supranationalen Institution zu denken. *Zweitens*, welche Mindestanforderungen an entsprechende Regelungen zu stellen sind, denn nur auf Basis einzuhaltender Standards wird eine gegenseitige Anerkennung möglich sein.

(c) Wo steht man heute?

⁹⁵ So auch Hellwig (2010a, S.40).

Aufgrund der besonderen Schwierigkeit, die Zuständigkeit und Regeln der Sanierung und Abwicklung grenzüberschreitender systemrelevanter Finanzinstitute international zu regeln, ist es wenig überraschend, dass für Deutschland relevante Regulierungsfortschritte bislang auch nur innerhalb der nationalen Gesetzgebung erzielt worden sind.

Den Kern der deutschen Regulierung bildet dabei das Gesetz zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung, das im Dezember 2010 beschlossen wurde und am 1. Januar 2011 in Kraft getreten ist. Das Gesetz verfolgt drei Ziele: Erstens sollen dem nicht auf Systemschutz ausgerichteten deutschen Insolvenzrecht besondere Regeln für systemrelevante Finanzinstitute an die Seite gestellt werden. Zweitens soll mithilfe klarer Abwicklungsregeln die unternehmerische Verantwortung in systemrelevanten Finanzinstituten wiederhergestellt werden. Drittens soll sichergestellt werden, dass der Finanzsektor die Kosten von Finanzkrisen in einem stärkeren Ausmaß als bisher selbst tragen muss.

Mit der Neuregelung lassen sich seit Januar 2011 drei verschiedene Verfahren der Restrukturierung und Abwicklung von Finanzinstituten unterscheiden. Für alle Finanzinstitute steht unabhängig von ihrer Systemrelevanz das sogenannte *Sanierungsverfahren* offen. Einzige Zugangsvoraussetzung zu diesem Verfahren ist, dass ein nach verschiedenen Kriterien zu beurteilender objektiver Sanierungsbedarf besteht und die Geschäftsführungen betroffener Institute das Verfahren eigenverantwortlich einleiten. Es setzt dementsprechend, da es von Beginn an freiwillig ist, die abgestimmte Einleitung von Sanierungsschritten auf Grundlage einer Übereinkunft zwischen dem zu sanierenden Institut und allen anderen relevanten Parteien voraus. Die Rechte einzelner Beteiligter können durch das Sanierungsverfahren nicht einseitig beschränkt werden. Kontrolliert wird das Verfahren von einem einzusetzenden Sanierungsberater.

Einen Schritt weiter geht das neue *Reorganisationsverfahren*, zu dem nur systemrelevante Institute Zugang haben. Seine Einleitung setzt voraus, dass eine mit allen Beteiligten abgestimmte Lösung entweder gescheitert ist oder von vorneherein als unrealistisch angesehen wird. Auch dieses Verfahren wird eigenverantwortlich eingeleitet, anders als beim Sanierungsverfahren sind hier jedoch Eingriffe in die Ansprüche von Anteilseignern und Gläubigern möglich. So können einzelne Geschäftsteile abgesondert werden, auch eine Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital ist in bestimmten Fällen möglich. Dem bei diesem

Verfahren einzusetzenden Reorganisationsberater kommt mithin eine wesentlich bedeutendere Rolle zu als dem Sanierungsberater.

Neben den beiden auf Initiative der betroffenen Institute einzuleitenden Verfahren ist als dritte und schärfste Eingriffsmöglichkeit ein hoheitliches *Zwangsverfahren* vorgesehen, das im Wesentlichen von der Bundesanstalt für Finanzmarktaufsicht durchzuführen ist. Auch dieses Verfahren kann nur bei systemrelevanten Finanzinstituten angewendet werden. Es greift viele der oben genannten Forderungen an ein zweckmäßiges Restrukturierungs- und Abwicklungsverfahren auf. Eingriffe der Aufsichtsbehörde werden bereits ermöglicht, bevor aufsichtsrechtliche Kennziffern unterschritten werden oder eine im Sinne des Gläubigerschutzes zu interpretierende Unterschreitung droht. Zu diesem Zweck definiert das Gesetz Bedingungen einer „anfänglichen Schieflage“.

Eine anfängliche Schieflage gilt dann als evident eingetreten, wenn aufsichtsrechtliche Kennziffern zur Eigenkapital- oder Liquiditätsausstattung eine *fortlaufende Abwärtstendenz* aufweisen. Der Aufsichtsbehörde wird somit ein Interpretationsspielraum eingeräumt, der sich im Kreditwesengesetz sonst nicht findet. Nach Feststellung einer anfänglichen Schieflage kann die Aufsicht weitgehende Sanierungsschritte auch gegen den Willen des betroffenen Finanzinstituts durchsetzen. Sie hat das Recht, systemrelevante Teile einer Bank durch Übertragung auf eine andere private Bank oder eine staatliche Brückenbank abzusondern. Die Kapitaleigner des in Schieflage geratenen Instituts erhalten in diesem Fall Anteile an der aufnehmenden Bank. Nach Übertragung der systemrelevanten Teile kann die Aufsichtsbehörde dem in Schieflage geratenen Institut in die Geschäftserlaubnis entziehen, so dass einer geordneten Insolvenz nichts mehr im Wege steht. Das hoheitliche Zwangsverfahren enthält zusätzlich auch eine Regel, die für die Sanierung und Abwicklung grenzüberschreitender Institute wichtig ist. Privatrechtliche Change-of-Control-Klauseln, die einer Ausweitung der Verbindlichkeiten vom Staat übernommener Institute vorsehen, werden verboten.

Neben den verschiedenen Restrukturierungs- und Abwicklungsverfahren wurde zum 1. Januar 2011 auch ein Restrukturierungsfonds für systemrelevante Finanzinstitute eingerichtet, der von der neu geschaffenen Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA) verwaltet wird. Die FMSA ersetzt dauerhaft den als Zwischenlösung konzipierten Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin). Der Zweck des FMSA besteht zum einen darin, die Übergangsförderung für die im Rahmen des hoheitlichen Zwangsverfahrens zu reorganisierenden systemrelevanten Finanzinstitute zu übernehmen. Zum anderen soll er eine Beteiligung des Finanzsektors an den Kosten künftiger Finanzmarktkrisen garantieren, in-

dem er aus einer Bankenabgabe finanziert wird. Die Bankenabgabe ist dabei so ausgestaltet, dass systemrelevante Institute eine relativ höhere Zahlungslast trifft, wobei die Größe und Vernetzung von Finanzinstituten als Proxygröße für ihre Systemrelevanz dienen.

Neben den bereits rechtskräftig gewordenen Maßnahmen in Deutschland kristallisierte sich in der zweiten Jahreshälfte 2010 auch auf EU-Ebene eine künftige Rahmenordnung für den Umgang mit in Schieflage geratenen Finanzinstituten heraus, die sich aber bislang noch im Diskussionsprozess befindet. Im Oktober 2010 legte die Europäische Kommission Vorschläge eines einheitlichen europäischen Krisenmanagementrahmens vor, der im Frühjahr 2011 in einen Richtlinienentwurf münden soll. Die meisten der Vorschläge der Kommission decken sich dabei mit den in Deutschland bereits umgesetzten Maßnahmen. So sollen Aufsichtsbehörden bereits vor Eintritt einer Schieflage Interventionsbefugnisse erhalten und sich weit-greifender Abwicklungsinstrumente bedienen können. Auch sollen vom Finanzsektor zu finanzierende nationale Restrukturierungsfonds errichtet werden.

Interessanter sind die Vorschläge dort, wo sie die Abwicklung grenzüberschreitender Institute zum Gegenstand haben. So ist eine fallweise Einsetzung von Abwicklungskollegien vorgesehen, die mit Mitgliedern aller jeweils betroffenen nationalen Aufsichtsbehörden besetzt werden sollen. Die 2011 neu geschaffene Europäische Bankenaufsichtsbehörde soll zusätzlich eine koordinierende Funktion wahrnehmen. Nicht vorgesehen ist hingegen bislang die Errichtung einer zentralisierten europäischen Restrukturierungs- und Abwicklungsinstitution. Auch eine Harmonisierung nationaler Regimes ist bislang nicht vorgesehen. Geplant ist lediglich, die Notwendigkeit einer Vereinheitlichung der Regeln bis Ende 2012 zu prüfen.

In einer Gesamtbetrachtung sind insbesondere in Deutschland deutliche Regulierungsfortschritte erzielt worden. Aufsichtsbehörden besitzen nun frühzeitig weitgehende Eingriffsrechte, staatliche Rettungsmaßnahmen werden auf systemrelevante Institute konzentriert und Hilfsmittel kommen nicht mehr den in Schieflage geratenen Instituten selbst zugute, sondern fließen an jene Banken, die abgesonderte systemrelevante Vermögensteile aufnehmen. Die Konzentration der erzielten Fortschritte auf die deutsche Gesetzgebung zeigt aber zugleich auf, wo bislang noch erhebliche Schwächen bestehen.

Verfahren einer internationalen Anerkennung nationaler Abwicklungsmaßnahmen liegen bislang noch nicht vor und die Errichtung einer zentralisierten supranationalen Restrukturierungsinstanz ist noch weit weniger erkennbar⁹⁶. Da Systemrelevanz nicht unerheblich mit der internationalen Vernetzung von Banken zusammenhängt, ist fraglich, inwieweit

⁹⁶ So auch SVR (2010, S.136).

nationalstaatliche Regeln allein tatsächlich ausreichen. Es ist zu befürchten, dass Schief-lagen systemrelevanter Finanzinstitute auch in Zukunft dazu führen werden, dass kaum Alternativen zu einer weitgehend vorbehaltlosen Rettung bestehen. In diesem Fall würden all die oben geschilderten Fehlanreize bestehen bleiben. Zu hoffen ist, dass die angedachten Reformschritte auf EU-Ebene im Laufe der Zeit zu einem Durchbruch beim Umgang mit grenzüberschreitenden Finanzinstituten führen.

3.9. Internationalisierung und Neuausrichtung der Finanzmarktaufsicht

(a) Hintergrund

Bei der Diskussion um den Einfluss, der von der Organisation und Ausrichtung der Finanzmarktaufsicht auf die Entstehungsbedingungen und Bewältigungsmechanismen der Finanzkrise ausging, stehen vor allem zwei Aspekte im Mittelpunkt, die beide an den Anforderungen zunehmend komplexer werdender Finanzmärkte ansetzen. Zum einen wird bemängelt, dass die Zersplitterung der Aufsicht in nationalstaatliche Zuständigkeiten nicht in Einklang mit den Anforderungen eines globalisierten Finanzmarktes und einer Vielzahl grenzüberschreitender Finanzinstitute zu bringen ist. Zum zweiten wird kritisiert, dass neben der „mikroprudentiellen“ Aufsicht – nach Maßgabe der Anleger- und Eigentümerschutz ausgerichteten Regeln und Kontrollmechanismen – kaum ausreichend auf das Ziel des System-schutzes „makroprudentielle“ Aufsichtsregeln- und –strukturen existierten.

Die nationalstaatliche Zersplitterung der Aufsichtsstrukturen brachte mehrere Probleme mit sich. *Erstens* konnte sich für Finanzinstitute ein Anreiz ergeben, ihren jeweiligen Hauptsitz in ein Land mit möglichst geringem Regulierungsgrad zu verlegen. Zwar standen dem zum Teil sogenannte Netzwerkexternalitäten entgegen – eine Verlegung verursacht auch höhere Betriebsablaufkosten, diese wogen aber offenbar die Kosteneinsparungen geringerer Regulierung nicht in jedem Fall auf. So machte etwa die regionale Nähe von Dublin zu den Finanzplätzen London und Frankfurt a.M. Irland als Sitzland von Tochterinstituten und Zweckgesellschaften sehr attraktiv⁹⁷.

Zweitens konnte sich aus der Konkurrenz der Staaten um die attraktivsten Standorte ein Anreiz zu einer tendenziell laxen Aufsichtspraxis ergeben. Hier machte sich neben den möglichen Spielräumen bei der Auslegung von Regeln vor allem die negative Tatsache bemerkbar, dass die nationalen Aufsichtsbehörden nicht jene Unabhängigkeit genossen, die zum Beispiel Zentralbanken als Verantwortliche für die Währungsstabilität zukommt. Eine laxer Aufsichtspraxis war daher zum Teil auch politisch erwünscht.

⁹⁷ So z.B. für die Depfa Bank, die 2001 ihren Sitz nach Dublin verlegte und deren risikoreichen Geschäfte eine Hauptursache für die der Konzernmutter Hypo Real Estate waren.

Drittens existierten für grenzüberschreitende Institute keinerlei Regelungen, die eine staatenübergreifende Sanierung und Abwicklung ermöglichten oder wenigstens Verfahren der zwischenstaatlichen Anerkennung einseitiger nationaler Verfahren erlaubten. Nach Eintritt der Finanzkrise reichten die nationalen Aufsichtsbehörden zur Verfügung stehenden Instrumente meist nicht aus, über Ad-hoc-Rettungspakete hinaus Restrukturierungsmaßnahmen zu ergreifen, die im Ergebnis Anteilseigner zu einer stärkeren Haftung verpflichtet hätten.

Viertens gab es auch keine Verfahren eines regelmäßigen und zielgerichteten Informations- und Erfahrungsaustauschs der Aufsichtsbehörden untereinander. Folge war, dass erworbenes Erfahrungswissen über gute Aufsichtspraxis nicht geteilt wurde und – vor allem – ein eventuelles Erkennen systemischer Risiken so gut wie unmöglich war.

Die zu starke Fixierung der Aufsicht auf die einzelwirtschaftliche Solvabilität brachte weitere Probleme mit sich. Diese ergaben sich *erstens* bereits daraus, dass auch grundsätzlich gesunde Finanzinstitute durch die Vernetzung mit anderen Marktakteuren und durch das Eingehen von Gegenparteirischen bei Eintritt systemischer Störfälle innerhalb kürzester Zeit in Schieflage geraten können. Diese spezifische Risikoexposition einzelner Finanzinstitute sind aber nicht erkennbar, wenn nicht zur gleichen Zeit auch die Situation all jener Finanzinstitute beurteilt wird, mit denen signifikante Geschäftsbeziehungen bestehen⁹⁸. Dazu waren Aufsichtsbehörden aber nicht in der Lage, zum einen, weil ein Teil der Geschäftspartner in anderen Staaten ansässig war, zum anderen, weil ein nicht unerheblicher Teil der Aktivitäten im nicht regulierten Schattenbanksektor, also über Zweckgesellschaften, abgewickelt wurde.

Zweitens spielten bei einer einzelwirtschaftlich ausgerichteten Aufsicht Entwicklungen auf Finanzmärkten nur eine untergeordnete Rolle. Ob sich dort eventuell Vermögenspreisblasen bildeten oder es zu Risikokumulationen kam, spielt in mikroprudentiellen Aufsichtsregeln keine Rolle⁹⁹. Im Gegenteil, diese berücksichtigten die Möglichkeit eines Auftretens von Stressszenarien überhaupt nicht, sondern rekurrten häufig allein auf bankeninterne Risikomodelle. Eng verbunden mit diesem Problem war *drittens*, dass das Handeln von Aufsichtsbehörden im Vorfeld der Krise in keiner Weise mit wirtschafts- und insbesondere geldpolitischen Maßnahmen abgestimmt war. Zu einer engeren Verzahnung des Handelns von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden kam es erst, nachdem die Krise eingetreten war.

⁹⁸ Vgl. BMWi (2010, S.15).

⁹⁹ Vgl. Dullien/Herr (2010, S.5).

Hierbei ging es dann zumeist aber nur noch darum, die Stabilität des Finanzsystems durch koordinierte Maßnahmen sicher zu stellen.

(b) Aufgaben

Die für die Zukunft wichtigen Aufgaben einer Neuorganisation und –ausrichtung der Aufsicht lassen sich in Maßnahmen zur Harmonisierung und Internationalisierung der Aufsichtsstrukturen und verstärkt makroprudentiell ausgerichteten Aufsichtszielen und Aufsichtsverfahren differenzieren.

Ziel internationalisierter Aufsichtsstrukturen muss dabei sein, alle Möglichkeiten der auf nationale Zersplitterung beruhenden Regulierungsarbitrage einzudämmen. Dies ist auf verschiedene Weise möglich. Die strikteste Lösung würde darin bestehen, alle oder wenigstens einen erheblichen Teil der Aufsichtskompetenzen an eine supranationale Institution abzutreten. In der Praxis dürfte diese Lösung aber kaum durchsetzbar sein und wäre auch nicht in jedem Fall sinnvoll. So sprechen schon allein die länderspezifisch sehr unterschiedlich ausgeprägten Finanzsysteme und die heterogenen Funktionen der dort auftretenden Akteure dafür, nicht-grenzüberschreitende Finanzinstitute weiterhin von nationalen Aufsichtsbehörden überwachen zu lassen. Eine sinnvolle Form der Abgabe von Kompetenzen an überstaatliche Instanzen könnte daher für solche Institute auf die Erzielung und Umsetzung internationaler Übereinkünfte über die Umsetzung gleicher Regeln hinauslaufen. Für grenzüberschreitende und international vernetzte – anders ausgedrückt: für systemrelevante – Institute scheint es aber angebracht, über internationale Vereinbarungen im Stile des Basler Akkords hinaus zu gehen, schon um verzögerte Anpassungen oder ein praktisches Unterlaufen formal gleicher Regeln zu verhindern. Doch auch hier gilt die Einschränkung, dass internationale Übereinkünfte ein Umsetzungsproblem haben. Wenigstens innerhalb der Europäischen Union sollte dieses aber lösbar sein.

Das Ziel verstärkt makroprudentiell ausgerichteter Aufsichtsziele und Aufsichtsverfahren muss darin bestehen, erstens die Gegenstände der Aufsicht an die Geschwindigkeit, Vernetzung und Komplexität der Finanzmärkte anzupassen und zweitens die Konsequenzen aus der mangelhaften Beherrschbarkeit systemischer Risiken durch einzelwirtschaftliche Risikomanagementsysteme zu ziehen. Dazu ist es notwendig, auf der einen Seite die für die einzelwirtschaftliche Solvabilität entscheidenden Makrofaktoren im Aufsichtshandeln zu verankern, zum anderen aber auch die möglichen Rückwirkungen des einzelwirtschaftlichen Handelns auf die gesamte Systemstabilität zu berücksichtigen. Ersteres wäre es so möglich, dass die Aufsicht Finanzinstituten bestimmte Informationen und Frühwarnsysteme zur Verfügung stellt, dies aber mit verschärften Anforderungen an die in bankinternen

Risikomanagementsystemen beziehungsweise Informationen verbindet. Über die zeitpunktbezogenen Informationen hinaus sollten von Seiten der Aufsicht aber auch verschärfte Sicherheitsvorkehrungen der Banken für den Fall nicht berechenbarer Risiken gestellt werden, die sich aus extremen Stresssituationen – vor allem für Liquiditätsrisiken – ergeben können. Dazu könnten die Aufsichtsbehörden eigenständig Stresstests durchführen oder aber Finanzinstitute zu regelmäßigen Stresstests verpflichten.

Eine Berücksichtigung von Rückwirkungen einzelwirtschaftlichen Handelns auf das gesamte Finanzsystem wäre möglich, wenn Informationen nationaler Aufsichtsbehörden ausgetauscht und bestenfalls aggregiert werden, um Risikoanreicherungen und das Entstehen von Klumpenrisiken frühzeitig zu erkennen. Hierzu könnte auch eine supranationale Institution errichtet werden, der weitgehender Zugang zu den Informationen nationaler Aufsichtsbehörden eingeräumt wird und deren Aufgabe explizit in der Früherkennung systemischer Risiken besteht; auch die Erstellung sog. „Risikolandkarten“ könnte auf dieser Ebene angesiedelt werden¹⁰⁰. Da eine spezifische Schwierigkeit jedweder makroprudentiell ausgerichteten Aufsicht darin bestehen wird, nicht direkt im einzelwirtschaftlichen Handeln begründete Einschränkungen und Sanktionen durchzusetzen, wird es zusätzlich zu allem anderen für die *Glaubwürdigkeit* entsprechender Regeln notwendig sein, Aufsichtsbehörden hinreichend unabhängig von politischen Einfluss zu machen¹⁰¹.

(c) Wo steht man heute?

Bereits im Frühjahr 2008 einigten sich die G7-Staaten darauf, Zusammenarbeit und Informationsaustausch nationaler Aufsichtsbehörden zu verbessern, um systemische Risiken frühzeitiger zu erkennen und gemeinsame Verfahren des Umgangs mit systemrelevanten Finanzinstituten zu entwickeln. Auf dem Weltfinanzgipfel im November 2008 in Washington wurde dieses Ziel auch von den G20-Staaten übernommen. Ein erster Schritt in diese Richtung stellte im September 2009 die Verordnung des Europäischen Parlamentes und des Europäischen Rates über Ratingagenturen dar. Hierdurch wurden Ratingagenturen verpflichtet, sich zentral bei einer zentralisierten europäischen Instanz, dem Committee of European Security Regulators (CESR), registrieren zu lassen. Zudem wurden nationale Aufsichtsbehörden verpflichtet, bei ihrer Kontrolle von Ratingagenturen mit dem CESR zusammenzuarbeiten.

¹⁰⁰ Vgl. Issing Committee (2010).

¹⁰¹ So auch SVR (2010, S.160) und insbesondere Borio (2009, S.117), der hierzu passend ausführt: “As we know from the experience with monetary and fiscal policy, taking away the punch-ball when the party gets going is not a particularly popular task. The proper incentives need to be hardwired institutionally.”

Eine tatsächliche Internationalisierung der Aufsicht wurde dann aber erst im September 2010 mit dem EU-Finanzmarktaufsichtspaket beschlossen, das zudem eine Institutionalisierung makroprudentieller Aufsicht enthielt. Die europäische Finanzmarktaufsicht wurde dabei auf drei Institute mit jeweils unterschiedlichen Sitzorten verteilt. Die European Banking Authority (EBA) mit Sitz in London ist für die Bankenaufsicht, die European Securities and Markets Authority (ESMA) mit Sitz in Paris für die Börsen- und Wertpapieraufsicht und die European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) mit Sitz in Frankfurt a.M. für die Versicherungsaufsicht zuständig. Eine makroprudentielle Aufsicht soll getrennt davon vom European Systemic Risk Board (ESRB) übernommen werden. Allen europäischen Institutionen kommt dabei weitestgehend nur eine Koordinations- und Informationsfunktion zu, während „harte“ Aufsichtsmaßnahmen weiterhin von nationalen Aufsichtsbehörden beschlossen und durchgesetzt werden müssen. Eine Ausnahme hiervon stellen lediglich die Regulierung von alternativen Anlagefonds und die Aufsicht über Ratingagenturen dar, die zentralisiert von der ESMA durchgeführt werden. Insbesondere das ESRB als Aufseherin über systemische Risiken hat nur das Recht, Warnungen und Empfehlungen an nationale Aufsichtsbehörden zu übermitteln, so dass eine zeitnahe und direkte Durchsetzung von Maßnahmen so gut wie unmöglich ist. Gerade mit Blick auf das spezifische Problem der Glaubwürdigkeit makroprudentieller Aufsicht dürfte das ESRB somit auf seine Informationsfunktion beschränkt bleiben.

Geplant ist auf europäischer Ebene neben den geschilderten Maßnahmen die Einführung von Abwicklungskollegien, deren Aufgabengebiet die Sanierung und Restrukturierung von in Schieflage geratenen grenzüberschreitenden Finanzinstituten ist. In den Abwicklungskollegien sollen nationale Aufsichtsbehörden zusammenkommen und Maßnahmen koordinieren. Federführend soll dabei die EBA sein, der zusätzlich auch unterstützende Funktionen zukommen sollen.

Auch beim Thema der Internationalisierung und Neuausrichtung der Aufsicht lässt sich in der Zusammenschau festhalten, dass deutliche Fortschritte erzielt worden sind. Sowohl die Errichtung neuer europäischer Aufsichtsbehörden als auch die Institutionalisierung einer makroprudentiellen Aufsichtsinstitution haben das Potential, das Auftreten von Finanzkrisen unwahrscheinlicher zu machen und – vor allem – den Umgang mit grenzüberschreitend tätigen Finanzinstituten im Falle des Eintritts von Schieflagen einfacher zu gestalten. Einschränkend muss aber darauf hingewiesen werden, dass die europäischen Aufsichtsbehörden so gut wie keine Durchgriffsrechte besitzen und daher eher als Mahner und Berater denn als tatsächliche Aufseher agieren müssen. Eine Aufsicht über grenzüberschreitende Finanzinstitute ist bislang noch in keiner Weise umgesetzt. Auch die für die Zu-

kunft angedachten Regeln sollen erst bei bereits eingetretener Schieflage greifen – eine überstaatliche Aufsicht über grenzüberschreitende Finanzinstitute stellt man sich anders vor.

Zu bemängeln ist zudem das nur äußerst geringe Eingriffspotential des ESRB als Ort makroprudentieller Aufsicht. Die bei ihm angesiedelte Informationsfunktion wurde bereits seit einigen Jahren von der Europäischen Zentralbank wahrgenommen und stellt daher keinen echten Fortschritt dar¹⁰². Der Knackpunkt makroprudentieller Aufsicht liegt nicht in einem Informationsmangel, sondern in der Durchsetzung von Aufsichtsmaßnahmen lange vor Eintritt einer Krise und gegenüber bei rein einzelwirtschaftlicher Betrachtung gesunden Finanzinstituten. Dazu ist ein hohes Maß an Unabhängigkeit und Eingriffspotential notwendig, das bislang nicht ansatzweise vorhanden ist. Bei aller Kritik muss jedoch auch darauf hingewiesen werden, dass aufgrund der national unterschiedlichen Interessenlagen eine Internationalisierung der Aufsicht wohl nicht innerhalb kürzester Zeit umgesetzt werden konnte. Die Bedeutung der bislang erzielten Fortschritte liegt daher weniger im bereits Erreichten, sondern vielmehr in der Ermöglichung tiefgreifender künftiger Regulierungsschritte, deren Grundlage die neuen europäischen Aufsichtsinstitutionen sein könnten.

4. Schlussbetrachtung

Fraglos zeigen die in allen wichtigen Bereichen vorgenommenen Neuregelungen, dass Lehren aus der aktuellen Finanzkrise gezogen wurden. Der Lackmustest aller in den vorangegangenen Abschnitten geschilderten Regulierungsschritte besteht aber in der Beantwortung der Frage, ob mit ihrer Hilfe das Auftreten von Finanzkrisen unwahrscheinlicher oder die Tiefe solcher Krisen gemildert wird. Die beschlossenen Maßnahmen hätten zweifelsohne, wären sie zu diesem Zeitpunkt bereits existent gewesen, die aktuelle Finanzkrise entweder verhindert oder wenigstens ihre Auswirkungen deutlich abgeschwächt. In diesem Sinne könnte von einer gelungenen Neuausrichtung der Finanzmarktregulierung gesprochen werden. Die aktuelle Finanzmarktkrise zeigt jedoch auch – ebenso wie viele kleinere Banken Krisen in den Vorjahren –, dass jede Regulierung, die allein auf die Erfahrungen vergangener Krisen setzt, neue Spielräume für Regulierungsarbitrageaktivitäten setzt, die den Keim neuer Krisen in sich tragen. Eine gelungene Regulierung wäre somit danach zu beurteilen, ob sie solche Lücken konsequent schließt, indem sie prospektiv ausgerichtet ist.

Die Analyse der vorangegangenen Abschnitte hat gezeigt, dass die bisherigen Finanzmarkt-reformen diese Anforderung im Großen und Ganzen nicht erfüllen. In wichtigen Bereichen zielen die beschlossenen Maßnahmen allein auf die Verhinderung einzelner Krisenursachen,

¹⁰² Vgl. SVR (2010, S.159).

während ein konsequentes Überdenken der grundsätzlichen Regulierungsstandards ebenso unterbleibt wie ein konsequentes Hinterfragen jener Lebenslügen, die das Auftreten gravierender Regulierungslücken erst ermöglichten. Besonders augenscheinlich ist das bei den Eigenkapitalvorschriften der Fall. In der Finanzkrise erwiesen sich die auf bankinterne Risikosysteme oder auf die Ergebnisse von Ratingagenturen gestützten *risikogewichteten Eigenkapitalunterlegungspflichten* als ausgesprochen mangelhaft, zu weiten Teilen sogar als komplett realitätsfern. Sie führten nicht zu einer risikosensitiven Kapitalausstattung, sondern zu einer zunehmenden Unterkapitalisierung der Banken, die wesentlich zu einer erhöhten Krisenanfälligkeit des Finanzsystems beitrugen. Dieses Problem wurde durchaus erkannt und hat zur Einführung einer von Risikogewichtung unabhängigen Leverage Ratio geführt. Diese ist allerdings so bescheiden ausgefallen, dass sich im Ergebnis keine nennenswert höhere Kapitalausstattung der Banken ergeben kann. Zudem wurde ansonsten an den risikogewichteten Kapitalunterlegungspflichten festgehalten, beinahe so, als hätten sich diese in der Finanzkrise als erfolgreich herausgestellt.

Eine ähnliche Kritik lässt sich an der künftigen Regulierung der bankinternen *Liquiditäts- und Risikomanagementsysteme* üben. Auch hier finden sich neben der Justierung einzelner Stellschrauben kaum Maßnahmen, die an der inhärenten Unzuverlässigkeit dieser Verfahren ansetzen. Eine – allerdings äußerst wichtige – Ausnahme stellt allein die ab 2015 geltende Liquidity Coverage Ratio dar, mit der die Mindestliquidität von Finanzinstituten auch an die Möglichkeit von Stresssituationen gebunden wird. Auch bei *Verbriefungen* laufen die Finanzmarktreformen darauf hinaus, einige Schwachstellen – etwa die Informationsanforderungen – zu bearbeiten, während die Frage nach der ökonomischen Zweckhaftigkeit von *Weiterverbriefungen* überhaupt nicht gestellt wird.

Wie künftig mit *systemrelevanten Finanzinstituten* umgegangen werden soll, wird durch die bisherigen Reformen kaum berührt. Die implizite Bestandsgarantie für diese Institute gilt daher weiterhin. Zwar wurde mit dem deutschen Restrukturierungsgesetz in der nationalen Gesetzgebung ein Instrumentarium für die Sanierung und Abwicklung systemrelevanter Institute geschaffen, ohne international anerkannte Regeln werden harte Eingriffe in die Geschäftstätigkeit grenzüberschreitend tätiger Institute aber weiterhin schwierig bleiben und häufig auf kurzfristig notwendig werdende Rettungsmaßnahmen hinauslaufen.

Es ist daher zu befürchten, dass die aktuelle Finanzkrise nicht die Krise sein wird, die alle Krisen beendet. Zwar sind die erzielten Regulierungsfortschritte insgesamt positiv zu bewerten, sie hinterlassen jedoch weiterhin eine Vielzahl von Regulierungslücken. Andererseits könnten einige der getroffenen Maßnahmen, vor allem was die Internationalisierung der Auf-

sicht betrifft, das Fundament einer stabileren künftigen Finanzmarktarchitektur bilden. Diese Möglichkeiten existierten bislang in dieser Form nicht, so dass sie Anlass zu einem wenigstens bescheidenen Optimismus geben.

Literatur

Admati, Anat/De Marzo, Peter/Hellwig, Martin/Pfleiderer, Paul (2010): Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is not Expensive, Stanford GSB Research Paper No.2063.

Arachya, Viral/Schnabl, Philipp/Suarez, Gustavo (2010): Securitization without Risk Transfer, Working Paper.

Ashcraft, Adam/Schuermann, Til (2008): Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 318.

Asmussen, Jörg (2006): "Verbriefungen aus Sicht des Bundesfinanzministeriums", in: Kreditwesen, S.12-19, S.10-12.

Blum, Jürg (2007): Why Basel II May Need a Leverage Ratio Restriction, Swiss National Bank Working Paper No.2007-4.

Borio, Claudio (2009): "The macroprudential approach to regulation and supervision: where do we stand?", in: Mayes, David/Pringles, Robert/Taylor, Michael (Hrsg.): Towards a New Framework for Financial Stability.

Deutsche Bundesbank (2010): Schriftliche Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie vom 10. Juni 2010, Drucksache 17/1720, Frankfurt a. M.

Dullien, Sebastian (2010): Finanzkrise kostet jeden Deutschen im Schnitt mehr als 9000 Euro, WISO direkt, Oktober 2010, Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin.

Dullien, Sebastian/Herr, Hansjörg (2010): Die EU-Finanzmarktreform: Stand und Perspektive im Frühjahr 2010, Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin.

Haldane, Andrew/Alessandi, Piergeorgio (2009): „Banking on the state“, in: BIS Review, Nr.139/2009, S.1-20.

Haldane, Andrew (2010): The \$100 Billion Question, Bank of England Working Paper.

Hellwig, Martin (2000): Zur volkswirtschaftlichen Verantwortung der Banken, Universität Mannheim Arbeitspapier.

Hellwig, Martin (2009): „Systemic risk in the financial sector: an analyses of the subprime-mortgage financial crisis“, in: De Economist, Nr.157, S.129-207.

Hellwig, Martin (2010a): Finanzkrise und Reformbedarf, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods Nr.2010/19, Bonn.

Hellwig, Martin (2010b): Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual?, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods Nr.2010/31, Bonn.

International Monetary Fund (2008a): Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness, Global Financial Stability Report April 2008.

International Monetary Fund (2008b): Financial Stress and Deleveraging: Macro-Financial Implications and Policy, Global Financial Stability Report October 2008.

IMF Staff (2010): "A fair and substantial contribution by the financial sector", in: Claessens, Stijn/Keen, Michael/Pazarbasioglu, Ceyla (Hrsg.): Financial Sector Taxation. The IMF's Report to the G-20 and Background Material, S.2-73.

Kaserer, Christoph (2009): Reformbedarf und Reformoptionen im Finanzdienstleistungssektor – Lehren aus der Finanzmarktkrise, Gutachten im Auftrag der Vereinigung der Bayerischen Wirtschaft, München.

Kaserer, Christoph/Rapp, Marc (2010): Vergütungssysteme der Finanzdienstleistungsunternehmen, Arbeitspapier TU München.

Kiff, John/Mills, Paul (2007): Money for Nothing and Checks for Free: The Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets, IMF Working Paper No.WP/07/188.

Laeven, Luc/Valencia, Fabian (2010): "How costly are the 2007-2009 banking crisis", in: Claessens, Stijn/Keen, Michael/Pazarbasioglu, Ceyla (Hrsg.): Financial Sector Taxation. The IMF's Report to the G-20 and Background Material, S.78-83.

Reichert, Wolf-Gero (2010): Das Berufsethos des Investmentbanking und seine Bedeutung für die Finanzmarktregulierung, Frankfurter Arbeitspapiere zur gesellschaftsethischen und sozialwissenschaftlichen Forschung Nr. 58, Oswald von Nell-Breuning Institut, Frankfurt a.M.

Rudolph, Bernd (2009): Die internationale Finanzkrise: Ursachen, Treiber, Veränderungsbedarf und Reformansätze, Munich School of Management Discussion Paper No.2009-10.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2010): Chancen für einen stabilen Aufschwung. Jahresgutachten 2010/2011, Wiesbaden.

Steinbach, Armin/Steinberg, Philipp (2010): Nach der Krise ist vor der Krise. Haben wir die richtigen Lehren gezogen und was bleibt zu tun?, WISO direkt, November 2010, Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin.

Towers-Watson (2010): Gehälter in Banken: Heterogene Bonusentwicklung, <http://www.towerswatson.com/germany/press/2785> (abgerufen am 11.1.2011).

Ueda, Kenichi/Weder die Mauro, Beatrice (2010): "The value of the too-big to-fail subsidy to financial institutions", in: Claessens, Stijn/Keen, Michael/Pazarbasioglu, Ceyla (Hrsg.): Financial Sector Taxation. The IMF's Report to the G-20 and Background Material, S.106-115.

Verband der Schweizer Unternehmen (2009): Finanzkrise: Ursachen und Chronologie der Ereignisse, dossierpolitik Nr.11, Zürich.

Weber, Axel A. (2009): Finanzkrise. Fragen der Aufarbeitung, Bewältigung und Prävention, Rede gehalten bei der Hertie School of Governance in Berlin am 20.3.2009.

Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (Hrsg.) (2010): Reform von Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise (Gutachten), Berlin.

Zeitler, Franz-Christoph (2009): Welche Lehren ziehen wir aus der Finanzmarktkrise?, Rede Politischen Akademie Tutzing, 12.3.2009.

Anhang
Tagebuch der Krisenbewältigung
April 2008 bis Dezember 2010

Anhang

Tagebuch der Krisenbewältigung

April 2008 bis Dezember 2010

April 2008

Das FSF (Financial Stability Forum) – seit April 2009 FSB (Financial Stability Board) – legt den Finanzministern und Zentralbankpräsidenten der G7-Staaten einen Bericht mit Empfehlungen zur Verbesserung der Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte und -institutionen vor. Wesentliche Punkte sind:

- Die aufsichtsrechtliche Überprüfung der Eigenkapitalstandards von Basel II soll in Bezug auf strukturierte Kreditgeschäfte und außerbilanzielle Aktivitäten verbessert werden.
- Die rechtliche und operative Infrastruktur zur Abwicklung von over-the-counter – d.h. nicht über zentralisierte Plattformen – gehandelten Derivaten („OTC-Derivate“) soll überprüft und wenn notwendig verbessert werden.
- Die quantitativen und qualitativen Informationsanforderungen über Risikopositionen, außerbilanzielle Geschäfte und strukturierte Wertpapieren sollen erhöht und standardisiert werden.
- Die Qualität von Ratingprozessen soll verbessert werden, indem mögliche Interessenskonflikte im Rating verstärkt vermieden, strukturierte Produkte getrennt bewertet und die Informationspflichten erhöht werden.
- Der Informationsaustausch und die Zusammenarbeit nationaler Aufsichtsbehörden sollen verbessert werden. Diese sollen gemeinsam Verfahren entwickeln, mit deren Hilfe zukünftig auf Basis von Risikoanalyse erkannte Gefahren schneller in risikomindernde Maßnahmen umgesetzt werden können.

17. Oktober 2008

Bundestag und Bundesrat verabschieden mit dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz ein umfangreiches Maßnahmenpaket zur Beruhigung des deutschen Finanzmarktes. Die in diesem Gesetz enthaltenen Maßnahmen sind eng mit den Mitgliedsländern der EU und den G7-Staaten abgestimmt. Bei Erfüllung der im Gesetz aufgeführten Bedingungen können in Schieflage geratene Banken zur Deckung ihres Kapitalbedarfs kurzfristig staatliche Hilfen in Anspruch nehmen. Institutionalisiert werden die beschlossenen Maßnahmen mit **der Errichtung des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)**.

15. November 2008

Die 20 wichtigsten Industrienationen und Schwellenländer beschließen auf dem **Weltfinanzgipfel in Washington** Leitlinien zur künftigen Neuordnung der internationalen Finanzmärkte. Die Teilnehmerstaaten sollen ihre Finanzmarktreformen nach Maßgabe der Beschlüsse ausgestalten. Wichtige Punkte sind:

- Die **Transparenz komplexer Finanzprodukte** soll durch erweiterte Informationspflichten erhöht werden.
- **Anreiz- und Vergütungssysteme** der Entscheidungsträger in Finanzinstituten sollen so ausgestaltet werden müssen, dass das Eingehen ineffizient großer Risiken vermieden wird.
- Die aufsichtsrechtliche Kontrolle soll deutlich gestärkt werden. Insbesondere soll sichergestellt werden, dass alle Finanzmärkte, Finanzprodukte und Finanzmarktakteure – also auch **Ratingagenturen** – reguliert und beaufsichtigt werden.
- Durch eine internationale Angleichung der Regulierungsregeln und eine verstärkte Koordination und Kooperation der nationalen Aufsichtsbehörden soll Regulierungsarbitrage von Finanzmarktakteuren wirksam verhindert werden. Insbesondere mit Blick auf Länder, die sich in Bezug auf Bankgeheimnis und Transparenz noch nicht den internationalen Standards verpflichtet haben, soll zudem der **internationale Informationsaustausch** gestärkt werden.
- Die internationalen Finanzmarktinstitutionen sollen reformiert werden. Dabei sollen Schwellen- und Entwicklungsländern mehr Mitspracherechte erhalten, z. B. indem im Financial Stability Forum künftig mehr Mitglieder dieser Staaten vertreten sind.
- Prozyklische Auswirkungen der Regulierungspolitik sollen durch geeignete Maßnahmen vermindert werden.
- Die **Rechnungslegungsstandards** – insbesondere für komplexe Wertpapiere – sollen überprüft und international angeglichen werden.
- Die Infrastruktur von **OTC-Derivatemärkten** soll verbessert und ihre Transparenz erhöht werden.
- Eine **Definition systemrelevanter Finanzinstitute** und eine an die Bedeutung dieser Institute angepasste Regulierung und Aufsicht sollen entwickelt werden.

18. Februar 2009

Die Bundesregierung stellt einen Gesetzentwurf vor, der zur weiteren Beruhigung der Finanzmärkte eine **Ergänzung des im Oktober 2008 verabschiedeten Finanzmarktstabilisierungsgesetzes** vorsieht. Neben einer Erweiterung der Handlungsoptionen für den SoFFin sieht der vorgelegte Gesetzentwurf eine mögliche Verstaatlichung von Finanzinstituten durch den Staat als Ultima Ratio vor. Der **Gesetzentwurf wird am 3. April 2009 vom Bundestag verabschiedet.**

25. Februar 2009

Die im Auftrag der EU-Kommission gebildete de Larosière-Kommission legt ihren Abschlussreport zu den Aufgaben der EU-Finanzmarktreform vor, der in den nächsten Jahren die Grundlage für verschiedene Richtlinienentwürfe der EU-Kommission bildet (vgl. hierzu 23. September 2009 und 7. Juli 2010).

25. März 2009

Die Bundesregierung stellt einen Gesetzentwurf vor, der eine Stärkung der Finanzmarkt- und Versicherungsaufsicht, höhere Eigenmittelanforderungen bei besonderen Geschäftsrisiken und ein Ausschüttungsverbot von Gewinnen in Krisensituationen vorsieht.

2. April 2009

Die G20-Staaten bekräftigen auf dem **Londoner Finanzgipfel** ihre im November 2008 in Washington erzielte Einigung auf eine weltweite Reform der Finanzmarktarchitektur und konkretisieren die dort beschlossenen Leitlinien für die künftige Neuausrichtung des Finanzsystems. Wichtige Punkte sind dabei:

- Der Aufgabenbereich und die Ressourcenausstattung des Financial Stability Forum werden ausgeweitet. Es agiert nun unter der neuen Bezeichnung Financial Stability Board (FSB).
- Um Finanzinstitutionen während der noch andauernden Wirtschaftskrise nicht zusätzlich zu belasten und die Kreditversorgung der Wirtschaft sicherzustellen, sollen die bislang geltenden internationalen **Eigenkapitalvorschriften** bis zur Wiederherstellung normaler Verhältnisse an den Finanzmärkten beibehalten werden. Bei eingetretener Normalisierung soll Finanzinstituten aber zusätzlich zu den bisherigen Standards in Aufschwungzeiten der Aufbau von zusätzlichen Kapitalpuffern vorgeschrieben werden. Diese sollen in Krisenzeiten das Auftreten existenzieller Schief-lagen verhindern oder wenigstens verzögern. Zudem sollen die Qualitätsanforderungen an das Eigenkapital erhöht werden.
- Die **risikogewichteten Eigenkapitalunterlegungspflichten** der Basel-II-Regeln sollen um eine weitere, nicht-risikobasierte und international vergleichbare Kapitalkennzahl ergänzt werden.
- Ausnahmslos alle Finanzinstitute, -märkte und -produkte sollen reguliert und beaufsichtigt werden.
- Es sollen gravierende Maßnahmen gegen Steuerparadiese und unkooperative Staaten (z. B. in Bezug auf das Bankgeheimnis) ergriffen werden.
- Die Aufsicht und Kontrolle von **Ratingagenturen** soll verbessert werden.

April 2009

Das Financial Stability Board legt den Finanzministern und Zentralbankpräsidenten der G7-Staaten einen weiteren Bericht mit Empfehlungen zur Verbesserung der Widerstandsfähigkeit von Finanzmärkten und -instituten vor. Wesentliche Punkte sind:

- Die Eigenkapitalunterlegungspflichten von Finanzinstituten sollen um die Pflicht zum Aufbau eines **antizyklischen Kapitalpuffers** ergänzt werden. Hierzu soll eine international einheitliche Regelung entwickelt werden.
- Zusätzlich zu den risikogewichteten Eigenkapitalunterlegungspflichten von Basel II soll eine ergänzende, nicht-risikobasierte Kennzahl eingeführt werden, die einen maximalen Verschuldungsgrad von Finanzinstituten festlegt.

- Die **Vergütung von Entscheidungsträgern in Finanzinstituten** soll künftig deutlich mehr als bisher an die langfristige Profitabilität der jeweiligen Unternehmen gekoppelt werden.

23. April 2009

Das **Europäische Parlament verabschiedet** eine von der Europäischen Kommission vorgeschlagene **Verordnung zur Regulierung von Ratingagenturen**. Wichtige Punkte sind hierbei:

- Es wird eine **Registrierungspflicht** für Ratingagenturen eingeführt. Ziel dieser Maßnahme ist es, die Tätigkeiten von Ratingagenturen besser kontrollieren zu können.
- Ratingagenturen werden verpflichtet, zwei unabhängige Mitglieder in ihre Aufsichtsorgane zu berufen. Dadurch sollen **Interessenkonflikte beim Rating** künftig in stärkerem Maße vermieden werden.
- Die **Transparenzpflichten** der eingesetzten Ratingmodelle werden erhöht, ihre Qualität stärker überwacht.

30. April 2009

Die Europäische Kommission nimmt den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Rates und des Europäischen Parlaments über die Verwalter sogenannter alternativer Investmentfonds („**AIFM-Richtlinie**“) an. Kern der vorgeschlagenen Richtlinie ist die Einführung einer Zulassungs- und Aufsichtspflicht für alle alternativen Investmentfonds, die in der EU verwaltet werden, zum Beispiel auch für Hedgefonds. Innerhalb der EU sollen auf diese Weise einheitliche Regelungen für die Beobachtung und Überwachung jener Risiken geschaffen werden, die alternative Investmentfonds für einzelne Marktteilnehmer und für die Stabilität des gesamten Finanzsystems darstellen können.

Die **Europäische Kommission** einigt sich zudem über **Empfehlungen zur Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor**. Wichtige Punkte sind:

- Die Struktur der Vergütungspolitik von Finanzinstituten soll künftig von den nationalen Aufsichtsbehörden überwacht werden. Die Mitgliedstaaten bzw. die nationalen Aufsichtsbehörden sollen dabei gewährleisten, dass ansässige Finanzinstitute für jene Mitarbeiter, deren Tätigkeit das Eingehen substanzieller Risiken einschließt, eine Vergütungspolitik praktizieren, die mit den Anforderungen an ein solides und wirksames Risikomanagement vereinbar ist.
- Richten sich variable Vergütungsbestandteile nach bestimmten Leistungskriterien, so sollen sich diese verstärkt an langfristig orientierten Ziffern ausrichten. Das Verhältnis zwischen fixem Grundgehalt und leistungsabhängigen variablen Vergütungen soll zudem angemessen sein.

6. Mai 2009

Das **Europäische Parlament** stimmt einer **Verschärfung der Bankenregulierung** zu, die bis zum 31. September 2010 in allen EU-Mitgliedstaaten angenommen und **Ende 2010 in Kraft** treten soll. Wichtige Punkte sind:

- Um Ansteckungsgefahren im Finanzsektor zu begrenzen, dürfen Banken künftig Großkredite an einzelne Kunden oder Kundengruppen maximal in Höhe von 25% ihres Eigenkapitals vergeben.
- Bei **Kreditverbriefungen** wird ein Selbstbehalt von mindestens 5% der verbrieften Forderungen vorgeschrieben.
- Die Sorgfaltspflichten bei Verbriefungen werden verschärft und präzisiert.

30. Juni 2009

Die **gesetzliche Einlagensicherung deutscher Banken** wird von **20.000 Euro auf 50.000 Euro erhöht**. Am 31. Dezember 2010 soll ein Erhöhungsschritt auf 100.000 Euro erfolgen.

3. Juli 2009

Der **Bundestag beschließt das Finanzmarktstabilisierungsfortentwicklungsgesetz**. Banken erhalten damit unter bestimmten Bedingungen die Möglichkeit, Wertpapiere an sogenannte **Bad Banks** auszulagern, um auf diese Weise ihre Bilanzen zu bereinigen.

10. Juli 2009

Der Bundesrat beschließt das **Gesetz zur Stärkung der Finanzmarkt- und Versicherungsaufsicht**, das am 1. August 2009 in Kraft tritt. Wesentliche Punkte sind:

- Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erhält verbesserte Möglichkeiten, Banken als präventive Maßnahme der Krisenvermeidung eine höhere Liquiditätsausstattung vorzuschreiben.
- Die BaFin kann von Banken künftig ein Gewinn-Ausschüttungsverbot bereits dann verlangen, wenn sich das Unterschreiten aufsichtsrechtlicher Kennziffern abzeichnet; bisher war dies erst dann möglich, wenn die Unterschreitung bereits eingetreten war.
- In Deutschland ansässigen Tochterunternehmen können zukünftig in Krisenzeiten von der BaFin Zahlungen an ihre jeweiligen ausländischen Mutterunternehmen untersagt werden.
- Die BaFin erhält das Recht, in bestimmten Fällen die Eigenkapitalanforderungen einzelner Finanzinstitute heraufzusetzen.
- Um der BaFin die Früherkennung von Risiken zu erleichtern, werden die Informationspflichten von Banken – insbesondere über sich abzeichnende Entwicklungen – verschärft.
- Die BaFin erhält das Recht, die Mitglieder der Kontrollgremien von Finanzinstituten abuberufen, wenn diese fachlich ungeeignet oder unzuverlässig sind.
- Die Pflicht zur jährlichen Anzeige einer modifizierten bilanziellen Eigenkapitalquote wird eingeführt. Diese dient der Aufsicht allerdings nur als Beobachtungsgröße. Unterjährige Veränderungen der Quote um mehr als fünf Prozentpunkte unterliegen einer Meldepflicht.

13. Juli 2009

Die **Europäische Kommission** präsentiert Vorschläge für eine weitere **Verschärfung der für Banken geltenden Eigenkapitalvorschriften**. Entscheidende Punkte sind:

- **Weiterverbriefungen** sollen mit höheren Eigenkapitalanforderungen verbunden sein. Diese sollen gewährleisten, dass Banken den mit diesen Produkten verbundenen Risiken in angemessener Weise Rechnung tragen. Zudem soll die Ungleichbehandlung zwischen Kreditforderungen im Kreditbuch und Handelsbuch der Banken abgeschafft werden.
- Die **Veröffentlichungspflichten** von Risiken aus **Kreditverbriefungen** sollen verschärft werden.
- Die Eigenkapitalanforderungen für das Handelsbuch sollen so geändert werden, dass Banken künftig potenzielle Verluste aufgrund von Marktrisiken und Stresssituationen in vollem Umfang berücksichtigen müssen. Die Eigenkapitalunterlegungspflichten für diese Positionen könnten dadurch ungefähr verdoppelt werden.
- Die **Vergütungspolitik und -praxis von Finanzinstituten** soll künftig so gestaltet werden, dass eine ineffizient große Risikobereitschaft der Entscheidungsträger nicht gefördert oder belohnt wird. Ein Verstoß gegen diese Bedingungen soll von den nationalen Aufsichtsbehörden sanktioniert werden können.

5. August 2009

Das **Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung tritt in Kraft**. Vorstandsvergütungen von Aktiengesellschaften sollen damit verstärkt so ausgestaltet werden, dass Anreize für eine nachhaltige Unternehmensentwicklung gesetzt werden. Auch soll es börsennotierten Unternehmen künftig leichter möglich sein, Vergütungen bei Verschlechterung der Unternehmenssituation zu kürzen. Wichtige Inhalte des Gesetzes sind:

- **Variable Vergütungsbestandteile** müssen eine **mehrjährige Bemessungsgrundlage** haben.
- Als Vergütungsbestandteil gewährte Aktienoptionen können künftig frühestens vier Jahre nach Einräumung der Option ausgeübt werden.
- Die Möglichkeiten des Aufsichtsrats, Vergütungen bei einer Verschlechterung der Lage des Unternehmens nachträglich zu reduzieren, werden erweitert. Es wird damit eine **gesetzliche Regelung** geschaffen, in **bestehende Arbeitsverträge von Vorstandsmitgliedern** einzugreifen.
- Schließen Vorstandsmitglieder sogenannte "Directors and Officers Liability-Versicherungen" ab, die Zahlungsverpflichtungen aus der Vorstandshaftung übernehmen, muss zwingend ein Selbstbehalt vereinbart werden, der nicht niedriger als das 1,5-fache der jährlichen Festvergütung sein darf.
- Ehemalige Vorstandsmitglieder dürfen im Regelfall während einer zweijährigen Karenzzeit nach ihrem Ausscheiden nicht Mitglieder des Aufsichtsrats werden. Ziel dieser Maßnahme ist es, Interessenkonflikte zwischen Vorstand und Aufsichts-

gremium zu vermeiden. Ausnahmsweise gilt die Karenzzeitregelung nicht, wenn die Wahl in den Aufsichtsrat auf Vorschlag von Aktionären erfolgt, die mehr als 25% der Stimmrechte des jeweiligen Unternehmens besitzen.

26. August 2009

Der Gesetzentwurf zur Reorganisation systemrelevanter Kreditinstitute wird vorgestellt. Als systemrelevant eingestufte Kreditinstitute sollen mithilfe dieses Gesetzes frühzeitig so neu strukturiert werden können, dass das Ziel einer nachhaltigen Sicherung der Finanzmarktstabilität nicht gefährdet wird (vgl. hierzu auch 8. Juli 2010).

Am gleichen Tag treten drei Verordnungen in Kraft, mit denen die Beiträge von Finanzinstituten zur gesetzlichen Einlagensicherung und Anlegerentschädigung erhöht werden. Damit wird den erhöhten Ansprüchen aus der Einlagensicherung Rechnung getragen, die bereits am 30. Juni 2009 beschlossen worden war.

16. September 2009

Die **Verordnung des Europäischen Parlamentes und des Europäischen Rates über Ratingagenturen** tritt in Kraft. Wichtige Punkte sind:

- **Ratingagenturen**, die ihren Sitz in der EU haben, müssen sich beim Committee of European Securities Regulators (CESR) **registrieren** lassen.
- **Ratingagenturen** werden von den Behörden des Herkunftsmitgliedstaates in Zusammenarbeit mit den zuständigen Behörden der anderen Mitgliedstaaten und der CESR **beaufsichtigt**.
- Ratingagenturen dürfen nicht mehr tätig werden, wenn gleichzeitig Beratungsleistungen für das zu bewertende Unternehmen erbracht werden.
- Ratingagenturen müssen in jährlichen Transparenzberichten über die Annahmen, Modelle und Methoden der von ihnen durchgeführten Ratings informieren.
- Strukturierte Finanzprodukte müssen bei Ratings speziell gekennzeichnet werden.

23. September 2009

Die EU-Kommission legt auf Grundlage des de Larosière-Reports vom 25. Februar 2009 **Richtlinienentwürfe zur Stärkung und Vereinheitlichung der europäischen Finanzaufsicht** vor. Angestrebt wird unter anderem die Errichtung neuer Aufsichtsinstitutionen auf europäischer Ebene. Zudem soll die bislang vorherrschende mikroprudenzielle Orientierung der Aufsicht um makroprudenziell ausgerichtete Instanzen ergänzt werden. Wichtige Punkte sind im Einzelnen:

- Zuständig für die mikroprudenzielle Aufsicht sollen in Zukunft nicht mehr allein die nationalen Aufsichtsbehörden, sondern zusätzlich drei **neue europäische Aufsichtsbehörden** sein. Die Aufsicht über Banken und Ratingagenturen soll von der **Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA)**, die Versicherungsaufsicht von der **Europäischen Aufsichtsbehörde über das Versicherungswesen** und die **betriebliche Altersversorgung (EIOPA)** und die Wertpapieraufsicht von der **Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA)** durchgeführt werden. Die neuen Aufsichts-

behörden sollen zunächst vor allem die Aufgabe haben, einheitliche europäische Aufsichtsstandards zu entwickeln und Harmonisierungsprozesse zu koordinieren. Nur in Einzelfällen und nach einem vorgelagerten Schlichtungsverfahren sollen nationale Aufsichtsbehörden auch gezwungen werden können, Harmonisierungsmaßnahmen einzuleiten bzw. tatsächlich durchzusetzen. Offen bleibt zu diesem Zeitpunkt noch, ob und ggf. inwieweit die europäischen Aufsichtsbehörden exklusiv die Überwachung grenzüberschreitender europäischer Finanzinstitute übernehmen sollen.

- Zur Verbesserung der makroprudenziellen Aufsicht soll ein **Europäischer Rat für Systemrisiken** (ESRB) errichtet werden. Er soll eine Früherkennung von systemischen Risiken ermöglichen und entsprechende Frühwarnungen und Empfehlungen herausgeben. Weisungsbefugnisse des ESRB oder die Möglichkeit der Verhängung von Sanktionen gegenüber nationalen Aufsichtsbehörden sind hingegen nicht vorgesehen.

24./25. September 2009

Auf dem **G20-Gipfel in Pittsburgh** werden die bisherigen Reformschritte zur Neuorganisation des Finanzsystems überprüft und weitergehende Beschlüsse gefasst, die im Juni 2010 auf dem G20-Gipfel in Toronto konkretisiert werden (siehe dazu unter 26./27.06.2010).

20. Oktober 2009

Die EU-Kommission legt **Vorschläge zu einer verbesserten Regulierung von Derivatemärkten** vor. Wichtige Punkte sind dabei:

- Zur Erhöhung der Markttransparenz sollen die Vertragsbedingungen und Kontraktbearbeitungen im **Derivatehandel standardisiert** werden.
- Für den Handel mit standardisierten Kontrakten soll die **Nutzung zentraler Clearinghäuser verbindlich** vorgeschrieben werden. Zugleich sollen die Sicherheits-, Regulierungs- und Betriebsstandards von Clearingstellen vereinheitlicht werden.
- Bei nicht standardisiertem und nicht über zentrale Clearingstellen abgewickelm Derivatehandel sollen die **Eigenkapitalanforderungen deutlich erhöht** werden, um Anreize zu einer Nutzung des organisierten Handels zu setzen. Unabhängig davon sollen auch all jene Positionen und Transaktionen, die nicht über zentrale Clearingstellen abgewickelt werden, in Transaktionsregistern erfasst werden.
- Regulierungsbehörden soll die Möglichkeit gegeben werden, **Positionslimits** zu setzen, um das Handelsvolumen zu begrenzen.

Dezember 2009

Der Europäische Rat berät den von der Europäischen Kommission am 23. September 2009 vorgelegten Richtlinienentwurf zur Stärkung und Vereinheitlichung der europäischen Finanzmarktaufsicht. Als Kompromisslösung werden Änderungen zum ursprünglichen Richtlinienentwurf vorgenommen und bislang offen gebliebene Fragen geregelt. Wichtige Übereinkünfte sind:

- Die **Beaufsichtigung grenzüberschreitender Institutionen** und Durchgriffsrechte der neuen europäischen Aufsichtsbehörden soll auf Ratingagenturen beschränkt werden.
- Die neuen europäischen Institutionen sollen definitiv keine Weisungsbefugnisse gegenüber nationalen Aufsichtsbehörden besitzen, sondern lediglich Empfehlungen aussprechen.
- Einzelne EU-Mitgliedstaaten erhalten ein **Vetorecht gegen Entscheidungen der europäischen Finanzaufsicht**, wenn sie ihre nationale Finanzhoheit als gefährdet ansehen. Eine neutrale Überprüfung in Anspruch genommener Vetorechte ist nicht vorgesehen.

11. Februar 2010

Die **Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union** erklären als Reaktion auf die Haushalts- und Liquiditätskrise **Griechenlands** und die im Zuge dieser Krise beobachteten Spekulationen gegen den Euro und Staatsanleihen einiger EU-Staaten ihre Bereitschaft, notfalls entschlossene und koordinierte **Maßnahmen zur Sicherung der Finanzstabilität im Eurogebiet zu ergreifen**.

25. März 2010

Die Staats- und Regierungschefs der Staaten der Eurozone konkretisieren ihre **Reaktion auf die Haushalts- und Liquiditätskrise Griechenlands**. Sie erklären ihre Bereitschaft, unter Beteiligung des Internationalen Währungsfonds (IWF) mit einem **Hilfspaket** in Form von koordinierten bilateralen Darlehen zur Sicherung des Wertes und der Stabilität des Euro beizutragen.

11. April 2010

Die Finanzminister der Staaten des Euroraums einigen sich auf **Details eines Hilfspakets für Griechenland**. Der IWF und alle Eurostaaten werden sich am Hilfspaket beteiligen. Um die Zahlungsfähigkeit Griechenlands zu erhalten, werden 110 Mrd. Euro über drei Jahre bereitgestellt. Hiervon tragen die Mitglieder der Eurozone bis zu 80 Mrd. Euro und der IWF bis zu 30 Mrd. Euro.

7. Mai 2010

Das „**Währungsunion-Finanzstabilitätsgesetz**“ wird in **Bundestag und Bundesrat verabschiedet**. Somit wird dem am 11. April 2010 von den Finanzministern beschlossenen deutschen Beitrag zum Finanzhilfspaket für Griechenland zugestimmt. Das Gesetz tritt am 8. Mai 2010 in Kraft.

10. Mai 2010

Die europäischen Finanzminister beschließen als Reaktion auf die Haushalts- und Liquiditätskrise **Griechenlands**, der zunehmenden Instabilität auf den Finanzmärkten und des nach wie vor gravierenden Ansteckungsrisikos im Finanzsystem ein Paket von Maßnahmen zur Wahrung der Finanzstabilität in Europa („**Euro-Rettungsschirm**“). Es geht über das bereits beschlossene Finanzhilfepaket für Griechenland hinaus und beinhaltet, neben der Ermöglichung einer Darlehensvereinbarung der EU-Staaten mit Griechenland, zusätzliche Übereinkünfte mit Griechenland, **Portugal und Spanien**, umfangreiche Haushaltskonsolidierungs-

maßnahmen und Strukturreformen einzuleiten. Zudem einigt man sich auf die **Institutionalisierung eines europäischen Stabilisierungsmechanismus**. Die wichtigsten Punkte der erzielten Übereinkünfte sind:

- Mitgliedstaaten, die aufgrund von außergewöhnlichen und nicht von ihnen kontrollierbaren Ereignissen in Schwierigkeiten geraten, wird ein finanzieller Beistand gewährt. Dazu wird ein Finanzmittelvolumen von 60 Mrd. Euro zur Verfügung gestellt („**Notfallfonds**“).
- Die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets erklären sich bereit, ergänzend zu den Mitteln des Notfallfonds auf drei Jahre begrenzt eine **Zweckgesellschaft** zu gründen, für deren Leistungsfähigkeit die teilnehmenden Mitgliedstaaten anteilig bis zu einem Volumen von 440 Mrd. Euro bürgen. Ziel der Zweckgesellschaft ist die Bereitstellung von Finanzhilfen für in Not geratene EU-Staaten. Die Bildung einer Zweckgesellschaft ist deshalb notwendig, weil die „**No-Bailout-Klausel**“ **des EU-Vertrages** es Euro-Staaten verbietet, direkt für die Schulden anderer Euro-Staaten einzustehen.
- Der Internationale Währungsfonds beteiligt sich zusätzlich an der Finanzierungsvereinbarung für in Not geratene Eurostaaten mit wenigstens der Hälfte des Beitrags der EU, also 250 Mrd. Euro. Insgesamt werden somit **Hilfen von bis zu 750 Mrd. Euro** möglich.
- Die Europäische Zentralbank unterstützt die getroffenen Maßnahmen durch den Kauf von Staatsanleihen und Geldmarktoperationen.
- Bedingung für die Gewährung von Krediten aus dem Rettungsfonds: Hilfesuchende EU-Staaten müssen mit IWF und der Europäischen Kommission unter Mitwirkung der EZB ein wirtschafts- und finanzpolitisches Anpassungsprogramm vereinbaren.

17. Mai 2010

EU-Parlament und EU-Finanzminister beschließen eine **europaweite Regulierung von Hedgefonds** und anderen alternativen Anlagefonds. Manager von Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften, die in der EU tätig werden, sollen sich zukünftig nach einheitlichen Regeln registrieren lassen und ihre Anlagestrategien offenlegen. Die Aufsichtsfunktion soll von der noch zu errichtenden europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) wahrgenommen werden. Diese soll zudem Eingriffsrechte erhalten, wenn sich Hedgefonds über ein bestimmtes Maß hinaus verschulden.

Ungelöst bleibt zu diesem Zeitpunkt noch die Frage, wie mit Anlagefonds aus Drittstaaten verfahren wird. Das EU-Parlament präferiert eine zentrale europäische Zulassung solcher Fonds, wenn europäische Mindeststandards erfüllt werden („**EU-Pass**“). Die Mitgliedstaaten streben hingegen eine nationale Zulassung auf Grundlage der zu erfüllenden Mindeststandards an.

19. Mai 2010

Die **BaFin verbietet ungedeckte Leerverkäufe von Aktien** der zehn führenden deutschen Finanzinstitute, Staatsanleihen der Euro-Länder und Credit Default Swaps. Damit soll in Reaktion auf die „Griechenland-Krise“ der auf fallende Kurse setzende, vorwiegend spekulativ motivierte Verkauf von zum Verkaufszeitpunkt nicht im Besitz der Verkäufer befindlichen Staatsanleihen verhindert werden. Bei diesen Handelsgeschäften können Akteure ein Viel-

faches der tatsächlich vorhandenen Menge umsetzen und so kurzfristig extreme Kurschwankungen verursachen, die die Refinanzierung der betroffenen Institute und Staaten über den Markt extrem erschweren oder unmöglich machen.

21. Mai 2010

Der **Bundestag** stimmt dem am 10. Mai 2010 von den europäischen Finanzministern beschlossenen Paket von Maßnahmen zur Wahrung der Finanzstabilität („**Euro-Rettungsschirm**“) in Europa zu.

2. Juni 2010

Die Europäische Kommission schlägt vor, dass eine der neuen Europäischen Aufsichtsbehörden, auf deren Errichtung man sich im Dezember 2009 grundsätzlich geeinigt hatte, alle in der EU registrierten **Ratingagenturen** – einschließlich der europäischen Niederlassungen außereuropäischer Agenturen – überwachen soll. Die zuständige europäische Behörde soll das Recht erhalten, in bestimmten Fällen Ermittlungen einzuleiten, Untersuchungen an Ort und Stelle vorzunehmen und Sanktionen zu verhängen. Zudem sollen Banken zukünftig all jene Informationen veröffentlichen müssen, die sie an Ratingagenturen zur Bewertung von Finanzmarktprodukten weitergegeben haben. Auf diese Weise sollen unabhängige Bewertungen ermöglicht werden. *Die EU-Finanzminister schlossen sich am 8. Juli 2010 den Vorschlägen der EU-Kommission an.*

7. Juni 2010

Die im Rahmen des Euro-Rettungsschirms beschlossene Zweckgesellschaft wird gegründet.

17. Juni 2010

Der **Bundestag beschließt das Gesetz für angemessene und nachhaltige Vergütung im Banken- und Versicherungsbereich**, dessen Entwurf am 9. Februar 2010 vorgelegt worden war. Mit dem Gesetz werden die Vergütungen von maßgeblichen Entscheidungsträgern im Banken- und Versicherungsbereich einer strikteren Regulierung unterworfen. Insbesondere wird dem Gesetzgeber die **Möglichkeit** gegeben, zum Schutz eines funktionsfähigen Kredit- und Versicherungswesens in **zivilrechtliche Verträge zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern einzugreifen**. Wichtige Inhalte sind:

- Das Finanzministerium wird zur Ausgestaltung, Überwachung, Weiterentwicklung und Transparenz der Vergütungssysteme im Banken- und Versicherungsbereich ermächtigt. Ziel soll dabei sein, die **Vergütungsstrukturen** künftig stärker auf den **langfristigen Unternehmenserfolg** auszurichten. Das Bundesfinanzministerium wird ermächtigt, Details in nachfolgenden Rechtsverordnungen zu regeln.
- Die BaFin erhält stärkere Eingriffsmöglichkeiten zur Unterbindung von **Bonuszahlungen** an Entscheidungsträger in Unternehmen, die sich in einer schwierigen wirtschaftlichen Situation befinden. Bei drohender oder eingetretener Unterschreitung aufsichtsrechtlicher Anforderungen darf sie die Auszahlung variabler Vergütungsbestandteile ganz untersagen oder auf einen bestimmten Teil des Jahresergebnisses beschränken.

26./27. Juni 2010

Auf dem **G20-Gipfel in Toronto** werden die bereits getroffenen **Vereinbarungen zur Stabilisierung und Reform der Finanzmärkte** konkretisiert und weitergehende Beschlüsse gefasst. Wichtige Inhalte sind dabei:

- Bis November 2010 sollen international einheitliche Regeln zur Präzisierung und Verschärfung der Qualität und Quantität der Eigenkapitalanforderungen an Finanzinstitute entwickelt werden. Dazu soll die **Eigenkapitaldefinition** international vereinheitlicht und die Menge vorzuhaltenden Eigenkapitals generell erhöht werden. Auch die spezifischen Kapitalunterlegungspflichten für besonders riskante Geschäfte – zum Beispiel **Kreditverbriefungen** – sollen erhöht werden. Eine international koordinierte Einführung der neuen Regeln ist für den 31. Dezember 2011 geplant.
- Eine international harmonisierte, risikougewichtete Verschuldungskennzahl („**Leverage Ratio**“) soll eingeführt werden. Sie soll allerdings zunächst nur eine Informationsfunktion erfüllen. Erst auf längere Sicht soll sie neben den risikogewichteten Kennzahlen zur Ermittlung der Eigenkapitalanforderungen genutzt werden.
- **Systemrelevante Banken** sollen einer schärferen Regulierung unterworfen werden. Das Financial Stability Board soll hierzu bis November 2010 einen Vorschlag zur materiellen Ausgestaltung der für diese Institute geltenden Aufsichtsregeln entwickeln.
- Als Ziel wird bekräftigt, den Finanzsektor an den Krisenbewältigungslasten angemessen zu beteiligen. Dem Financial Stability Board wird der Auftrag erteilt, hierzu bis November 2010 Vorschläge vorzulegen.
- Der Handel mit standardisierten **Derivaten** soll ab 2012 regelmäßig nur noch über die Börse oder zentrale Clearinghäuser abgewickelt werden. Außerbörslicher oder nicht zentral abgewickelter Handel mit Derivaten soll mit zusätzlichen Eigenkapitalunterlegungspflichten verbunden und so unattraktiver werden.
- Das regulatorische Rahmenwerk soll unabhängiger von externen Ratings werden. Außerdem soll die Transparenz und **Qualität des Ratingprozesses** verbessert und Interessenkonflikte von Ratingagenturen verringert werden. Das Financial Stability Board soll hierzu bis Oktober 2010 allgemein gültige Prinzipien entwickeln.
- Bis Ende 2011 sollen die Standards der **Rechnungslegung** international vereinheitlicht werden.
- Die **Vergütungsstrukturen von Finanzinstituten** sollen sich verstärkt an der langfristigen Unternehmensentwicklung ausrichten und Anreize zum Eingehen ineffizient großer Risiken vermeiden. Die nationalen Aufsichtsorgane sollen das Recht erhalten, in die Vergütungsstrukturen von Finanzinstituten einzugreifen, insbesondere wenn diese staatliche Hilfen in Anspruch nehmen.

7. Juli 2010

Das Europäische Parlament nimmt einen Vorschlag der Europäischen Kommission und des Rates zur Änderung und Ergänzung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG („**Umsetzungsrichtlinien Basel II**“) an. Ziel der Ergänzung der Richtlinien ist es, potenziell schädlichen Auswirkungen schlecht gestalteter **Vergütungsstrukturen** auf das Risikomanagement von Finanzinstituten entgegenzuwirken. Wichtige Neuregelungen sind:

- Kreditinstitute und Wertpapierfirmen werden ausdrücklich verpflichtet, für alle Mitarbeiter, deren Tätigkeit sich wesentlich auf das Risikoprofil des jeweiligen Instituts auswirkt, **Vergütungsgrundsätze** und -praktiken anzuwenden, die mit einem **wirksamen Risikomanagement vereinbar** sind. Die Verpflichtung erstreckt sich auf alle Vergütungsarten.
- Die Bemessung der erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten soll auf den längerfristigen Erfolg abstellen und den dabei noch ausstehenden Risiken Rechnung tragen. Die Erfolgsbeurteilung soll daher in einem mehrjährigen Rahmen, zum Beispiel über einen Zeitraum von 3 bis 5 Jahren, erfolgen.
- Ein wesentlicher Anteil der variablen Vergütungen soll aus Instrumenten, die die Bonität des Kreditinstituts angemessen widerspiegeln, bestehen. Ein wesentlicher Anteil der variablen Vergütungen (40% – 60%) soll zunächst zurückgestellt werden, um spätere Korrekturen zu ermöglichen.
- Variable Vergütungen sollen in ein angemessenes Verhältnis zum Festgehalt gesetzt werden. Das Festgehalt eines Mitarbeiters muss einen so hohen Anteil der Gesamtvergütung darstellen, dass auf die Zahlung einer variablen Vergütung auch ganz verzichtet werden kann.
- Da **garantierte variable Vergütungen** nicht mit einem soliden Risikomanagement vereinbar sind und auch nicht mit positiven Anreizwirkungen einer leistungsorientierten Vergütungsstruktur gerechtfertigt werden können, sollen sie vollständig **verboten** werden.
- Die nationalen Aufsichtsbehörden sollen das Recht erhalten, die variablen Vergütungen von Finanzinstituten zu begrenzen, wenn sie als mit der Aufrechterhaltung einer soliden Eigenkapitalausstattung unvereinbar angesehen werden.
- Finanzinstitute, die staatliche Beihilfen in Anspruch nehmen, sollen bei der Ausgestaltung variabler Vergütungsbestandteile besonderen Begrenzungen unterliegen, um prioritär zunächst die von den Steuerzahlern geleistete Unterstützung wiederzubeschaffen.
- Die nationalen Aufsichtsbehörden sollen rasche, wirksame und abschreckende Sanktionen verhängen können, wenn Finanzinstitute gegen die neuen Vergütungsregeln verstoßen. Sie sollen Kreditinstituten und Wertpapierfirmen außerdem vorschreiben können, in bestehende Arbeitsverträge einzugreifen, um Änderungen der Vergütungsstruktur durchzuführen und variable Vergütungsbestandteile einzufrieren.

- Kreditinstitute sollen künftig ihre Vergütungspolitik und aggregierte Vergütungssummen der Empfänger variabler Vergütungsbestandteile offenlegen.

Neben einer schärferen Regulierung der unternehmerischen Vergütungspolitik werden **Veränderungen der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG** vorgeschlagen, die das allgemeine **Risikomanagement von Finanzinstituten** betreffen:

- Werden bei externen **Ratings für Verbriefungspositionen** die Auswirkungen einer Besicherung durch ein investierendes Institut berücksichtigt, soll dieses künftig nicht mehr von dem aus dieser Sicherung resultierenden niedrigeren Risikogewicht profitieren können. Insgesamt sollen die Möglichkeiten zur Risikomodellierung begrenzt werden.
- Die **Offenlegungspflichten bei Verbriefungen** sollen erheblich verschärft werden. Insbesondere den besonderen Risiken von Verbriefungspositionen im Handelsbuch soll stärker als bislang Rechnung getragen werden. Zudem sollen Institute offenlegen, in welchem Umfang sie als Sponsor von Verbriefungs-Zweckgesellschaften auftreten beziehungsweise wie groß in diesem Zusammenhang ihre Beteiligung an verbundenen Unternehmen ist.
- Die Standards für interne Modelle zur Berechnung von **Eigenkapitalanforderungen** sollen verstärkt das Marktrisiko berücksichtigen. Diese Anforderung gilt verstärkt für Kreditverbriefungen. Die Eigenkapitalanforderungen sollen darüber hinaus künftig eine Komponente für Stresssituationen beziehungsweise für sich rapide verschlechternde Marktbedingungen enthalten.

8. Juli 2010

Der **Bundestag beschließt das Gesetz zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie**. Das Gesetz zielt auf drei Bereiche ab, die als Schwachstellen bei der Beaufsichtigung von Kreditinstituten gelten: Die Verbriefung von Forderungen, das Liquiditätsmanagement der Banken und die Zusammenarbeit von Bankenaufsichtern über die Landesgrenzen hinweg. Wichtige Inhalte des Gesetzes sind:

- Alle Forderungen eines Finanzinstituts an andere Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute werden auf die Großkreditobergrenze in Höhe von 25% des Eigenkapitals angerechnet. Eine Ausnahme gilt allerdings für unternehmensverbundsinterne Forderungen.
- Hybridkapital, das weder dem Eigen- noch dem Fremdkapital eindeutig zugeordnet werden kann, darf in Zukunft höchstens die Hälfte des Kernkapitals eines Unternehmens ausmachen.
- Finanzinstitute dürfen künftig nur noch in **Verbriefungen** investieren, wenn der Urheber der Verbriefung mindestens 5% der verbrieften Forderungen selbst hält und alle relevanten Daten über das Verbriefungsprodukt mitteilt.
- Durch verschiedene Regelungen wird die Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden im europäischen Wirtschaftsraum gestärkt.

Am selben Tag stellen Bundesjustizministerium und Bundesfinanzministerium den **Entwurf eines Gesetzes zur geordneten Abwicklung von Kreditinstituten**, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aufsichtsrechtlichen Organhaftung vor. Ziel des Gesetzes ist die Bereitstellung eines Instrumentariums, mit dessen Hilfe unter Vermeidung von Enteignungen die Schieflage systemrelevanter Banken beseitigt werden kann. Zudem soll dafür Sorge getragen werden, dass Eigen- und Fremdkapitalgeber künftig die Kosten einer Insolvenzbewältigung so weit wie möglich selbst tragen müssen. Wichtige Punkte sind:

- Ein zweistufiges **Verfahren zur Sanierung und Reorganisation von Kreditinstituten** soll eingeführt werden. Dieses Verfahren soll auf Initiative der betroffenen Kreditinstitute eingeleitet werden. Die erste Stufe besteht in einem **Sanierungsverfahren**, mit dem wirtschaftliche Schwierigkeiten durch frühes Handeln und ohne Eingriff in Drittrechte auf Ebene der Geschäftsführung bewältigt werden können. Die zweite Stufe ist ein **Reorganisationsverfahren**, das sich inhaltlich und organisatorisch am bekannten Insolvenzverfahren orientiert.
- Erst wenn es mithilfe der ersten beiden Stufen nicht gelingt, Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems abzuwenden, sollen **staatliche Eingriffe gegen den Willen der entsprechenden Institute** und der an ihnen beteiligten Anteilshaber durchgeführt werden. Mit dieser Regelung soll der Gefahr von Verhaltensrisiken der beteiligten Akteure, die sich aus der impliziten Staatsgarantie für systemrelevante Institute ergeben kann, begegnet werden. In diesem Fall soll es der BaFin erlaubt werden, systemrelevante Teile und Funktionen der betroffenen Institute von den Folgen einer Insolvenz abzuschotten. Die Abschottung soll organisatorisch durch Übertragung der Unternehmensteile auf andere Rechtsträger, zum Beispiel andere private Banken oder **staatliche Brückenbanken**, erfolgen.
- Die Kreditwirtschaft soll durch eine **Bankenabgabe** („Sonderabgabe deutscher Banken“) einen Beitrag zur Bekämpfung künftiger Krisen und zur Restrukturierung von systemrelevanten Banken leisten. Die Bankenabgabe soll dabei am jeweiligen systemischen Risiko eines Kreditinstituts ausgerichtet werden. Indikatoren dafür sollen zum Beispiel die Höhe der eingegangenen Verpflichtungen und der Grad der Vernetzung im Finanzbereich sein. Die jährlichen Einnahmen aus der Bankenabgabe werden auf 1,2 bis 1,5 Mrd. Euro geschätzt.
- Die Verjährungsfristen für die Haftung von Vorständen und Aufsichtsräten börsennotierter Aktiengesellschaften soll von fünf auf zehn Jahre verlängert werden. Dadurch soll die Durchsetzung von Ersatzansprüchen auch dann noch möglich sein, wenn Ansprüche erst spät erkannt werden oder sich erst personell neu aufgestellte Gesellschaftsorgane zur Durchsetzung von Ansprüchen aus der Organhaftung entscheiden.

9. Juli 2010

Der **Bundesrat beschließt das Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte**. Er schafft damit eine gesetzliche Grundlage für das **Verbot ungedeckter Leerverkäufe**. Der Bundestag hatte das Gesetz bereits am 2. Juli 2010 verabschiedet. Der Verkauf von Staatsanleihen der EU-Mitgliedstaaten und Kreditausfallver-

sicherungen auf Verbindlichkeiten von Staaten der Eurozone ist künftig nur noch erlaubt, wenn diese sich tatsächlich im Besitz des Verkäufers befinden oder der Verkäufer sich diese geliehen hat (gedeckte Leerverkäufe). Eine Ausnahme gilt nur dann, wenn ein eigenes Absicherungsinteresse erkennbar ist.

23. Juli 2010

Die **Ergebnisse** des vom CEBS (Vereinigung europäischer Bankenaufseher) durchgeführten sogenannten **Stresstests für europäische Banken** werden veröffentlicht. Dabei wurden 91 europäische Banken, 14 davon aus Deutschland, auf ihre Krisenfestigkeit geprüft. Ziel dieser Maßnahme ist unter anderem, die im Zuge der Griechenlandkrise erneut zu Tage getretenen Verunsicherungen im Interbankenhandel zu verringern, indem Finanzmarktakteuren ein transparenter Einblick in die Solvabilität und Stabilität von Gegenparteien ermöglicht wird. Darüber hinaus sollen Banken mit problematischer Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung identifiziert werden, um das Risiko künftiger Schieflagen bereits im Vorfeld zu verringern; diese Banken wurden zur Aufnahme zusätzlichen Eigenkapitals verpflichtet. Eine weitere wichtige Funktion des Stresstests bestand schließlich darin, eine zu laxen Regulierung einzelner nationaler Regulierungsbehörden offenzulegen und damit bereits im Ansatz zu verhindern. Getestet wurden drei Szenarien: Im ersten Szenario die Entwicklung der Eigenkapitalquoten der Finanzinstitute bei erwartungsgemäßer Wirtschaftsentwicklung, im zweiten Szenario unter der Annahme, dass das durchschnittliche Wirtschaftswachstum um drei Prozentpunkte geringer ausfällt. Im dritten Szenario wurde ein Crash am Markt für Staatsanleihen unterstellt. Als bestanden galt der Stresstest, wenn die Kernkapitalquote in allen drei Szenarien nicht unter 6% sank. Sieben Banken bestanden den Stresstest nicht, unter anderem die deutsche Hypo Real Estate. Ähnliche Stresstests sollen in Zukunft regelmäßig durchgeführt werden.

27. Juli 2010

Der **Basler Ausschuss** veröffentlicht Vorschläge zur künftigen Ausgestaltung der Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen an Banken („**Basel III**“). Wichtige Punkte sind:

- Zusätzlich zu den risikobasierten Verschuldungskennzahlen der Basel-II-Regeln soll eine verbindliche, risikounabhängige Verschuldungsquote („**Leverage Ratio**“) für Banken in Höhe von 3% festgelegt werden, die nicht unterschritten werden darf. Banken dürften sich damit höchstens im Ausmaß des 33-fachen ihres Eigenkapitals verschulden. Die Verschuldungsquote soll in den nächsten Jahren schrittweise eingeführt werden: Ab 2015 sollen Banken einer reinen Informationspflicht über ihre Verschuldungsquote unterliegen, erst ab 2018 soll sie verbindlicher Bestandteil der Eigenkapitalanforderungen werden.
- Die **Mindest-Liquiditätsausstattung von Banken** soll neu geregelt werden. Umstritten ist dabei noch, ob Liquidität nur in Staatsanleihen oder auch in Aktien gut bewerteter Unternehmen vorgehalten werden darf. Ab 2018 soll eine mittelfristig ausgerichtete Liquiditätskennzahl („**Net Stable Funding Ratio**“) verbindlich eingeführt werden.
- Die Qualitätsanforderungen an die Bestandteile des Eigenkapitals sollen verschärft werden. So sollen zum Beispiel Minderheitenanteile an Tochterunternehmen nur

noch vorsichtig und die noch nicht realisierten Steuererträge nur zum Teil angerechnet werden dürfen.

- Zukünftig sollen Finanzinstitute zusätzlich zum aufsichtsrechtlichen Eigenkapital zum Aufbau **antizyklischer Puffer** verpflichtet werden können.
- Grundsätzlich sollen systemrelevante Banken künftig schärferen Eigenkapitalanforderungen unterworfen werden als andere Institute. Genauere Regelungen hierüber werden jedoch nicht vorgelegt.

1. August 2010

Das **Gesetz über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Vergütungssysteme von Finanzinstituten und Versicherungsunternehmen** tritt in Kraft. Es wurde am 17. Juni 2010 im Bundestag verabschiedet.

2. September 2010

Vertreter der Europäischen Kommission, der EU-Mitgliedstaaten und des Europäischen Parlaments erzielen eine Einigung in Bezug der Beaufsichtigung von Banken und Finanzmärkten in der EU („**EU-Finanzmarktaufsichtspaket**“).

- Zum 1. Januar 2011 werden **drei europäische Aufsichtsbehörden** errichtet, die aus den bisherigen Ausschüssen der europäischen Aufseher hervorgehen. Diese werden nicht, wie vom Europäischen Parlament vorgeschlagen, in Frankfurt a.M. gebündelt, sondern auf drei Standorte verteilt. Die Bankenaufsicht wird von der **European Banking Authority (EBA)** in London, die Börsen- und Wertpapieraufsicht von der **European Securities and Markets Authority (ESMA)** in Paris und die Aufsicht über Versicherungen und betriebliche Altersvorsorge von der **European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)** in Frankfurt a.M. übernommen.
- Aufgabe der neuen europäischen Behörden solle in erster Linie die Entwicklung von Standards für eine einheitliche Anwendung des europäischen Aufsichtsrechts sein. Nur wenn einzelne nationale Aufseher sich nicht an die gemeinsamen Regeln halten, sollen sie die Möglichkeit haben, diese zu überstimmen und den Finanzunternehmen direkte Weisungen zu erteilen. Eine weitere Funktion der europäischen Behörden soll darin bestehen, als Schlichter bei Auseinandersetzungen zwischen den Aufsichtsbehörden verschiedener Staaten zu fungieren.
- Die ESMA erhält darüber hinaus das Mandat zur Aufsicht über **Ratingagenturen**.
- Bei Schieflagen grenzüberschreitend tätiger Banken wirken die zuständigen europäischen Institute beim Krisenmanagement mit, wenn die betroffenen nationalen Aufsichtsbehörden keine Einigung über ihr Vorgehen erzielen beziehungsweise sich nicht einigen können.
- Die Mitgliedstaaten erhalten ein **Vetorecht** gegen Entscheidung der europäischen Behörden, wenn deren Entscheidungen ihre Haushaltshoheit beeinträchtigt.

- Neben den drei Aufsichtsbehörden wird mit dem **European Systemic Risk Board (ESRB) ein Risikorat** errichtet, der herausziehende Gefahren für das Finanzsystem, etwa Vermögenspreisblasen, erkennen und beobachten soll. Das ESRB wird organisatorisch an die EZB angegliedert, die in der Vergangenheit bereits ähnliche Funktionen unter ihrem Dach erfüllte. Den Vorsitz führt für zunächst fünf Jahre der EZB-Präsident. Zu einem späteren Zeitpunkt soll überprüft werden, ob der Vorsitz ständig vom EZB-Präsidenten ausgefüllt werden soll.
- Das ESRB erhält so gut wie keine Durchgriffsrechte. Seine Funktion besteht vor allem in der Bündelung und Interpretation von Informationen und der Herausgabe von Empfehlungen. Staaten, die Empfehlungen nicht folgen, müssen ihr Verhalten allerdings begründen.

12. September 2010

Der **Basler-Ausschuss** einigt sich auf schärfere Kapital- und Liquiditätsvorschriften für Banken („**Basel III**“). Die erzielte Übereinkunft soll beim G-20-Gipfel in Seoul endgültig beschlossen werden.

- Nicht die absolute Höhe (8%), sondern die **Struktur des vorzuhaltenden Eigenkapitals** wird verändert. Bislang: 4% Kernkapital, davon 2% hartes und 2% weiches Kernkapital; zusätzlich 4% Ergänzungskapital. Zukünftig: 6% Kernkapital, davon 4,5% hartes und 1,5% weiches Kernkapital; zusätzlich 2% Ergänzungskapital. Wird die Grenze von 8% unterschritten, muss bankenaufsichtsrechtlich ein Insolvenzverfahren der betreffenden Bank eingeleitet werden.
- Zusätzlich zum aufsichtsrechtlichen Eigenkapital müssen Banken künftig einen **Kapitalerhaltungspuffer** in Höhe von 2,5% vorhalten, auf den in Krisenzeiten zurückgegriffen werden soll, ohne das aufsichtsrechtliche Eigenkapital antasten zu müssen. Unterschreitet eine Bank die vorgegebene Höhe des Kapitalerhaltungspuffers, kann sie durch Beschränkungen der Gewinnausschüttung sanktioniert werden. Ergänzend sollen Banken dazu verpflichtet werden können, in Aufschwungzeiten einen **antizyklischen Kapitalpuffer** von bis zu 2,5% anzulegen. Auch mit diesem Puffer sollen Verluste in schwierigen Zeiten ausgeglichen werden. Eine Unterschreitung soll hier allerdings nicht zu Konsequenzen führen.
- Auch die aufsichtsrechtlichen Voraussetzungen für die **Zurechnung von Kapitalbestandteilen zum Kernkapital** werden strenger gefasst. Die Hinzurechnung bestimmter Finanzierungsinstrumente läuft ab dem Jahr 2013 über die folgenden zehn Jahre schrittweise aus, während die Abzüge bestimmter Bilanzpositionen vom Kernkapital ab dem Jahr 2014 zunehmen und ab dem Jahr 2018 dann vollumfänglich vorgenommen werden.
- Neben den risikogewichteten Eigenkapitalunterlegungspflichten wird eine risiko-unabhängige Verschuldungsquote (**Leverage Ratio**) eingeführt. Das Verhältnis von Kernkapital zu Bilanzsumme einschließlich außerbilanzieller Engagements darf danach 3% nicht unterschreiten – beziehungsweise die Verschuldung das 33-fache des Kernkapitals nicht überschreiten. Die Verschuldungsquote wird erst 2018 ver-

bindlich, bis dahin wird sie – ab 2012 – als unverbindliche Beobachtungsgröße ausgewiesen.

- Zudem sollen zwei neue Liquiditätskennziffern eingeführt werden. Die **Liquidity Coverage Ratio** ist dabei auf die kurzfristige Liquiditätssicherung ausgerichtet. Ausgehend von den Nettoliquiditätsanforderungen einer aufsichtsrechtlich definierten Stresssituation müssen Banken künftig Vermögenspositionen höchster Bonität und Liquidität in einem Umfang vorhalten, der die fortgesetzte Zahlungsfähigkeit für einen Zeitraum von mindestens 30 Tagen garantiert. Die Liquidity Coverage Ratio soll ab 2015 verbindlich werden. Ziel der zweiten neuen Liquiditätskennziffer, der **Net Stable Funding Ratio**, ist die Sicherstellung der mittelfristigen Liquidität. Hierzu wird der zu erwartende Refinanzierungsbedarf einer Bank ermittelt, der sich aus den Vermögenspositionen auf der Aktivseite der Bilanz und aus außerbilanziellen Aktivitäten ergibt, und zur Liquidität der Positionen auf der Passivseite der Bilanz in Beziehung gesetzt. Die Net Stable Funding Ratio wird ab 2018 verbindlich eingeführt.

Nach Berechnungen der Deutschen Bundesbank werden die deutschen Banken aufgrund der Basel-III-Regeln bis Ende 2019 zusätzliches Eigenkapital im Umfang von 50 Mrd. Euro aufnehmen müssen.

15. September 2010

Die **EU-Kommission kündigt weitere Schritte zur Regulierung spekulativer Finanzprodukte an**. Danach sollen **Leerverkäufe europaweit in Krisenzeiten verboten** werden können, allerdings nur nach Abstimmung der EU-Mitgliedstaaten. Zudem sollen Leerverkäufe künftig einer Meldepflicht unterliegen. Bei ungedeckten Leerverkäufen sollen Verkäufer künftig belegen müssen, ein verkauftes Papier spätestens vier Tage nach der Transaktion vorlegen zu können. Die neuen Regeln sollen von Ende 2012 an gelten.

22. September 2010

Das **Europäische Parlament beschließt das EU-Finanzmarktaufsichtspaket**, auf das sich Vertreter der Europäischen Kommission, der EU-Mitgliedstaaten und des Europäischen Parlaments am 2. September 2010 geeinigt hatten.

19. Oktober 2010

Die EU-Finanzminister einigen sich auf eine gemeinsame Linie zur künftigen **europäischen Regulierung von Hedgefonds** und anderen alternativen Anlagefonds. Dabei wird vereinbart:

- Hedgefonds und andere alternative Anlagefonds müssen sich künftig **registrieren** lassen. Sie müssen dabei **Regulierungsanforderungen erfüllen**. So müssen sie ihre Anlagestrategien und ihre Bewertungsmethoden gegenüber Investoren und Aufsicht offenlegen. Zudem müssen sie ein Mindestkapital nachweisen und sicherstellen, dass das Fondsvermögen ordnungsgemäß in Depotbanken verwahrt wird. Im Gegenzug sollen sie einen "EU-Pass" erhalten, der ihnen die Tätigkeit in der gesamten EU erlaubt.

- Für die Registrierung soll eine Stufenlösung gelten, die Fonds aus EU-Staaten für eine Übergangsfrist eine Vorzugsbehandlung einräumt. Diese können den **EU-Pass** ab 2013 beantragen. Fonds aus Drittstaaten erhalten diese Möglichkeit erst ab 2015. Bis 2018 wird der EU-Pass dabei von nationalen Aufsichtsbehörden ausgegeben, danach von einer **zentralen europäischen Behörde**.

20. Oktober 2010

Die Europäische Kommission stellt **Eckpunkte eines geplanten EU-Rahmens für das Krisenmanagement von Finanzinstituten** vor. Diese bilden die Grundlage von Rechtsvorschriften, die bis zum Frühjahr 2011 entwickelt werden sollen. Ziel des EU-Rahmens soll sein, dass systemrelevante Banken in Konkurs gehen können, ohne die allgemeine Finanzstabilität zu gefährden. Zu diesem Zweck sollen Banken künftig in einer Weise abgewickelt werden können, die das Ansteckungsrisiko auf ein Minimum begrenzt und die Kontinuität systemrelevanter Teile sicherstellt.

- Als **Präventivmaßnahme soll Instituten** und Behörden vorgeschrieben werden, sich auf die Möglichkeit einer Sanierung vorzubereiten und Abwicklungspläne aufzustellen, um für den Fall einer finanziellen Notlage oder Insolvenz eine angemessene Grundlage weiterer Maßnahmen zu besitzen („**Testamente zu Lebzeiten**“).
- **Aufsichtsbehörden sollen Frühinterventionsbefugnisse erhalten, um erkennbaren Problemen schon frühzeitig entgegenwirken zu können.** Sie sollen die Ablösung der Geschäftsleitung verlangen oder einem Institut vorschreiben können, einen Sanierungsplan umzusetzen oder sich von Geschäften oder Geschäftsbereichen zu trennen.
- **Aufsichtsbehörden sollen Abwicklungsinstrumente erhalten**, um zum Beispiel die Übernahme einer insolventen Bank durch ein solides Institut in die Wege zu leiten oder deren Geschäfte ganz oder teilweise auf eine **Brückenbank** übertragen zu können.
- Bei Schieflage grenzüberschreitender Institute sollen für das Krisenmanagement **Abwicklungskollegien** eingesetzt werden, in denen Vertreter der für die Abwicklung zuständigen nationalen Behörden zusammenkommen. Zusätzlich soll der Europäischen Bankaufsichtsbehörde EBA für Krisensituationen eine koordinierende und unterstützende Aufgabe übertragen werden.
- Zur Finanzierung künftiger Abwicklungsmaßnahmen sollen **nationale Fonds** eingerichtet werden, die aus **Beiträgen der Banken** finanziert werden.
- Die Europäische Kommission setzt sich selbst zum Ziel, die Notwendigkeit einer weiteren **Harmonisierung der Bankeninsolvenzordnungen** bis Ende 2012 in einem Bericht weiter zu prüfen.

27. Oktober 2010

Die EU-Kommission benennt in ihrem **Arbeitsprogramm der Kommission für 2011** den Zeitplan des weiteren Finanzmarktreformprozesses. Ihr Ziel ist es, den Finanzmarktreformprozess bis Ende 2011 abzuschließen. Geplant wird im Einzelnen:

- Im ersten Halbjahr 2011 sollen weitere Verbesserungen an den **Eigenkapitalanforderungen** vorgenommen werden, um die auf internationaler Ebene im Rahmen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht erarbeiteten Ergebnisse in der EU umzusetzen.
- Vorgesehen sind außerdem Änderungen an der Richtlinie über die Märkte für Finanzinstrumente (**MiFID-Richtlinie**), um die Derivatemärkte sicherer und transparenter zu gestalten.
- Vorgelegt werden soll ein weiterer Vorschlag zur Regulierung von **Ratingagenturen**.
- Vorgelegt werden sollen Rechtsvorschriften zur Festlegung eines Rahmens für den Umgang mit **Bankenkrisen und Abwicklungen**.
- Es sollen Maßnahmen zur Förderung einer verantwortungsvollen Vergabe und Aufnahme von Hypothekenkrediten vorgeschlagen werden.
- Außerdem soll die Möglichkeit eines fairen Beitrags des Finanzsektors zur Krisenbewältigung geprüft werden.

11. November 2010

Das **Europäische Parlament stimmt der AIFM-Richtlinie zur Regulierung von Hedgefonds und anderen alternativen Investmentfonds zu** (siehe 19. Oktober). Die beschlossene Richtlinie muss bis zum 31.12.2012 von den Mitgliedstaaten umgesetzt werden.

12. November 2010

Auf dem **G20-Gipfel in Seoul** werden die vom Basler Ausschuss vorgelegten strengeren Eigenkapitalvorschriften („**Basel III**“) beschlossen (siehe 12. September 2010).

Nicht beschlossen hingegen werden Maßnahmen zur Begrenzung oder Beeinflussung der internationalen Leistungsbilanzungleichgewichte. Als Ziel wird vereinbart, im Rahmen des IWF Mechanismen zu finden, wie künftig mit diesem Problem umgegangen werden soll.

21. November 2010

Die **irische Regierung** bittet die Staaten der Europäischen Union offiziell um finanzielle Hilfe im Rahmen des **Euro-Rettungsschirms**. Insbesondere Maßnahmen zur Sanierung des im Zuge der Finanzkrise in Schieflage geratenen irischen Bankensektors hatten zu einer Haushalts- und Liquiditätskrise Irlands geführt. Hohe Risikoaufschläge auf irische Staatsanleihen hatten eine Refinanzierung Irlands am Kapitalmarkt extrem erschwert.

28. November 2010

Treffen der Finanzminister der Europäischen Union: Es wird der **Umfang der Finanzhilfe für Irland** aus dem **Euro-Rettungsschirm** beschlossen. Die Europäische Union und der Internationale Währungsfonds (IWF) werden danach finanzielle Hilfe im Umfang von insgesamt **85 Mrd. Euro** über drei Jahre leisten. Begleitend werden mit Irland Maßnahmen vereinbart, die zu einer Restrukturierung und deutlichen Verkleinerung des irischen Bankensektors führen sollen.

Länder der Eurogruppe und die EU-Kommission einigen sich auf **Grundzüge eines künftigen dauerhaften Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)**. Dieser Mechanismus soll den auf drei Jahre befristeten Euro-Rettungsschirm ablösen und ab Mitte 2013 in Kraft treten. Wichtige Inhalte der Übereinkunft sind:

- Hilfen im Rahmen des ESM werden nur unter strengen Konsolidierungsaufgaben und genauer **Schuldentragfähigkeitsanalyse** gewährt. Basis einer Nutzung des ESM soll immer eine gründliche Analyse der Schuldentragfähigkeit des betreffenden Landes durch EU-Kommission, IWF und EZB sein. Ziel dieser Analyse ist die Feststellung, ob ein Land grundsätzlich solvent ist und nur kurzfristige Liquidität benötigt, oder ob eine drohende Insolvenz vorliegt. Eine drohende Insolvenz wird angenommen, wenn die Neuverschuldungsquote eines Landes nach Abschluss der Sanierungsmaßnahmen voraussichtlich nicht sinkt; dies ist bei Griechenland und Irland (bislang) nicht der Fall.
- Die **Privatgläubiger** sollen in jedem Fall in die Stabilisierungsanstrengungen einbezogen werden. Bei grundsätzlich solventen Ländern soll dies aber auf freiwilliger Basis geschehen. Bei einer drohenden Insolvenz soll es jedoch eine verpflichtende Einbeziehung der Anleihegläubiger geben.

2. Dezember 2010

Die EU-Mitgliedstaaten und das Europäische Parlament erzielen eine Einigung darüber, dass die neue **europäische Wertpapieraufsicht ESMA ab 2011** die in der Europäischen Union (EU) tätig werdenden **Ratingagenturen beaufsichtigen** soll. Die Überwachung der Ratingagenturen wird damit von den nationalen Aufsehern vollständig an die ESMA übertragen. ESMA erhält zusätzlich das Recht, Strafen von bis zu 20% des jährlichen Umsatzes von Ratingagenturen zu verhängen, wenn diese sich nicht an das EU-Recht halten. Die erzielte Einigung muss noch von den EU-Finanzministern angenommen werden.

8. Dezember 2010

Die Europäische Kommission legt eine Vielzahl von Vorschlägen zur zukünftigen Regulierung der Finanzmärkte vor. Diese sollen im Frühjahr 2011 in eine umfassende **Änderung der MiFID-Richtlinie** einfließen. Konkrete Einzelpunkte sind:

- Organisierte **Handelsplätze** sollen, soweit noch Lücken bestehen, einer umfassenden **Registrierungspflicht** unterzogen werden. Betroffen von dieser Maßnahme wären alternative Handelsplattformen mit börsenähnlichem Rechtsrahmen. Die für Börsen und alternative Handelsplattformen geltenden Regeln sollen zudem

stärker angeglichen werden. Nicht von dieser Regelung betroffen wäre allein der rein bilaterale Handel, der zum Beispiel ohne die Zwischenschaltung einer zentralen Clearingstelle abgewickelt wird.

- Der Handel mit standardisierbaren **Derivaten** soll nur noch an Börsen und elektronischen Handelsplattformen erlaubt sein. Im Umkehrschluss könnte dies zu einem Verbot solcher Derivate führen, die grundsätzlich standardisierbar und nicht auf organisierten und regulierten Handelsplätzen gehandelt werden.
- Alle Broker, deren Handelsvolumen eine Mindestschwelle überschreitet, sollen künftig der Finanzaufsicht unterliegen. Inhalt der Aufsicht soll eine Risikokontrolle, eine Pflicht zur Offenlegung verwendeter mathematischer Handelsmodelle und die Verpflichtung zur Gewährleistung einer dauerhaften Liquidität sein.
- Die Transparenz des Handelsgeschehens soll erhöht werden. So soll **OTC-Handel** in Handelsstatistiken speziell gekennzeichnet und die Handelsdaten von Geschäftsabschlüssen schneller veröffentlicht werden. Außerdem sollen Händler beim Handel mit Rohstoff-Derivaten stärker als bisher offenlegen, in wessen Auftrag sie tätig sind.

17. Dezember 2010

Bei einem Treffen der EU-Regierungschefs in Brüssel wird eine **Einigung über die grundlegende Struktur eines dauerhaften Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)** erzielt (siehe auch 28. November 2010). Da bislang umstritten war, ob die mit dem Stabilitätsmechanismus zusammenhängende Haushaltshilfe für EU-Staaten gegen den EU-Vertrag verstößt, wird Art. 136 des EU-Vertrags um zwei Sätze ergänzt: „Die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilitätsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen wird strengen Auflagen unterliegen.“

Im Gegensatz zum Euro-Rettungsschirm, der umfänglich auf 750 Mrd. Euro begrenzt war, soll der **ab 2013** gültige Europäische Stabilitätsmechanismus **unlimitiert** sein. Dieser Punkt bleibt aber zu diesem Zeitpunkt (und auch zu Beginn des Jahres 2011) hoch umstritten. Nach Klärung aller offenen Fragen sollen die Pläne im Sommer 2011 umgesetzt werden.

Zusammengestellt von Dr. Andreas Mayert (SI), Hannover, 31. 01. 2011

