



universität
wien

DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

„Die EU-Finanzreform als Reaktion auf die Finanz- und
Weltwirtschaftskrise 2008 – Brüche versus Kontinuitäten“

Verfasser

Georg Gaag

angestrebter akademischer Grad

Magister der Philosophie (Mag. phil.)

Wien, 2012

Studienkennzahl lt. Studienblatt: A300

Studienrichtung lt. Studienblatt: Diplomstudium Politikwissenschaft

Betreuer: Dr. Thomas Sablowski

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	7
Abkürzungsverzeichnis	8
1. Einleitung	11
1.1 Politikwissenschaftliche Relevanz	11
1.2 Fragestellung und Aufbau der Arbeit	12
1.3 Finanzialisierung	13
2. High-Level Group und De-Larosière-Bericht	17
2.1 High-Level Group	17
2.1.1 Zusammensetzung der High-Level Group	18
2.1.2 Zu erwartende Art und Reichweite der Reformen	24
2.2 Report of the High-Level Group on Financial Supervision	25
2.2.1 Ursachen der Krise	25
2.2.2 Abhilfe durch Politik und Regulierung	26
2.2.3 Abhilfe durch EU-weite Aufsicht	30
2.2.4 Abhilfe auf globaler Ebene	32
2.3 Zwischenfazit	33
3. Europäisches System der Finanzaufsicht	37
3.1 Die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden	38
3.1.1 Errichtung und Rechtsstellung	40
3.1.2 Organisation	41
3.1.3 Aufgaben und Befugnisse der Behörden	44
3.1.4 Gemeinsame Gremien der Europäischen Aufsichtsbehörden	51
3.2 Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (ESRB)	53
3.2.1 Organisation	54
3.2.2 Aufgaben des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken	57
3.3 Zwischenfazit	58

4. Regulierung von Derivaten	67
4.1 Einleitung	67
4.2 Derivate	68
4.2.1 Optionsgeschäfte (Options)	69
4.2.2 Futures	70
4.2.3 Swaps	72
4.3 Derivate im heutigen Kapitalismus	76
4.3.1 Eigentum und Derivate	77
4.3.2 Credit Default Swaps (CDS) und Collateralized Debt Obligations (CDOs)	78
4.3.3 Die Rolle von Kreditderivaten in der Krise	80
4.4 Maßnahmen der Europäischen Union	85
4.4.1 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlamentes und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps	85
4.4.2 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister	90
4.5 Zwischenfazit	93
5. Ein neuer Regulierungsrahmen für Ratingagenturen	97
5.1 Einleitung	97
5.1.1 Die europäischen und internationalen Rahmenbedingungen vor Inkrafttreten der Verordnung	102
5.2 Eine neue Verordnung zur Regulierung von Ratingagenturen	105
5.2.1 Begründung und Hintergrund der Verordnung	105
5.2.2 „Neue“ Regeln für die Abgabe von Ratings	107
5.3 Zwischenfazit	112
6. Fazit	117
7. Literatur	121
Abstract	133
Lebenslauf	135

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1	Vorschlag für ein neues europäisches Finanzaufsichtssystem	32
Abb. 2	Europäisches System der Finanzaufsicht	59
Abb. 3	Rechte und Pflichten im Optionsgeschäft – Kaufoption (Call)	70
Abb. 4	Rechte und Pflichten im Optionsgeschäft – Verkaufsoption (Put)	70
Abb. 5	Pflichten bei Future-Kontrakten	72
Abb. 6	Die gängigsten Swaps	73
Abb. 7	Pflichten beim Zins-Swapgeschäft	73
Abb. 8	Chancen und Risiken beim Zins-Swapgeschäft	74
Abb. 9	Die Entwicklung von Credit Default Swaps	81
Abb. 10	Moody's Aktienkursentwicklung im Vergleich zu den größten Investmentbanken	101
Abb. 11	Moody's versus <i>Major Financial Publishers</i>	101

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset-Backed Security
AEI	American Enterprise Institute
AIG	American International Group
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BBVA	Banco Bilbao Vizcaya Argentina
BIS	Bank for International Settlement
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
CCP	Central Counterparty
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swaps
CEBS	Committee of European Banking Supervision, heute EBA
CEIOPS	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, heute EIOPA
CEPS	Centre for European Policy Studies
CESR	Committee of European Securities Regulators, heute ESMA
CRA	Credit Rating Agency / Ratingagentur
DWG	Derivatives Working Group
EBA	European Banking Authority / Europäische Bankenaufsichtsbehörde
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development / Europäische Bank Für Wiederaufbau und Entwicklung
ECOFIN	Economic and Financial Affairs Council / Rat für Wirtschaft und Finanzen
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority / Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung
EK	Europäische Kommission
EP	Europäisches Parlament

ESA	Europäische Aufsichtsbehörden
ESFS	European System of Financial Supervision / Europäisches Finanzaufsichtssystem
ESMA	European Securities and Markets Authority / Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
ESME	European Securities Markets Expert Group / Experten- gruppe Europäische Wertpapiermärkte
ESRB	European Systemic Risk Board / Europäischer Ausschuss für Systemrisiken
ESRC	European Systemic Risk Council / Europäischer Rat für Systemrisiken
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EZB	Europäische Zentralbank
FSA	Financial Services Authority
FSF	Financial Stability Forum / Forum für Finanzstabilität
HLG	High-Level Group (De-Larosiére-Gruppe)
IASB	International Accounting Standards Board
IOSCO	International Organization of Securities Commission
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
IWF	Internationaler Währungsfond
MBS	Mortgage Backed Securities
NGO	Non-governmental organization / Nichtregierungsorga- nisation
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
OECD	Organization for Economic Cooperation and Develop- ment / Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OTC	Over-The-Counter
SEC	Security Exchange Commission
WEED	World Economy, Ecology & Development
WFA	Wirtschafts- und Finanzausschuss

1. Einleitung

1.1 Politikwissenschaftliche Relevanz

Relativ lange wurden Finanzmärkte und deren Regulierung vor allem von ökonomischer und juristischer Seite analysiert und bewertet. In den letzten Jahrzehnten ist die Bedeutung der Finanzmärkte jedoch so stark gestiegen, dass es anderer, neuer Perspektiven bedarf.

Finanzmärkte sind für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes von großer Bedeutung. Sie bieten Unternehmen und Individuen unterschiedliche Möglichkeiten, Investitionen zu finanzieren oder Geld anzulegen. Sie können die Innovationsfähigkeit fördern, zum Wirtschaftswachstum beitragen und die Lebensbedingungen positiv beeinflussen. Demgegenüber steht jedoch ein erhebliches Gefahrenpotential, das von den Finanzmärkten ausgeht. Die Finanz- und Weltwirtschaftskrise 2008 hat dieses Gefahrenpotential zum wiederholten Male mit aller Deutlichkeit zum Vorschein gebracht (Gottwald 2003, 4ff).

In den vergangenen Jahrzehnten sind Finanzmärkte nicht nur quantitativ gewachsen, vielmehr ist es zahlreichen Banken gelungen, das Prädikat „systemrelevant“ zu erlangen (kritisch dazu: Altvater 2010: 75ff; Steinbach, Steinberg 2010: 45ff). Somit gab es die Befürchtung, dass es ohne Rettung der „systemrelevanten“ Institute zu einer noch schärferen Rezession gekommen wäre. Umfangreiche Bankenrettungspakete, finanziert von öffentlicher Hand, waren die Folge. Dies wiederum belastete die Staatshaushalte und schränkte die politischen Handlungsmöglichkeiten an anderer Stelle ein.

Zentrale Finanzmarktakteure beeinflussen heute die Politik und somit das tägliche Leben der Menschen wie niemals zuvor. Bereits die Androhung, das Rating eines Staates herabzustufen, zieht enorme Konsequenzen nach sich und wirkt sich bspw. auf die sozialstaatliche Politik aus. Die Bevölkerung in den Ländern des Südens wiederum leidet besonders unter den stark gestiegenen Lebensmittelpreisen, hervorgerufen durch Spekulationen auf den Finanzmärkten.

Die Auseinandersetzung mit Finanzmärkten ist eine politikwissenschaftliche Herausforderung. Doch „[D]ie politikwissenschaftliche

Tradition der Analyse von Interessensgruppen, der Art und Weise, wie unterschiedliche Interessen in politischen Systemen koordiniert und ausgeglichen werden, vermag hier in Verbindung mit dem akteurszentrierten Institutionalismus sowie Grundannahmen der Neuen Politischen Ökonomie noch wichtige Erkenntnisse zu liefern“ (Gottwald 2003: 16). Das Konzept der Finanzialisierung¹ (vgl. Kapitel 1.3, Seite 13) hat darüber hinaus in den vergangenen Jahren einige vielversprechende Erklärungsmuster für die Entwicklungen der letzten vier Jahrzehnte hervorgebracht.

In der Finanz- und Weltwirtschaftskrise verpufften nicht nur mehrere Billionen Dollar,² es verloren zudem zehntausende Menschen ihre Jobs und ihr Eigenheim. Des Weiteren ist im Zuge der Finanzialisierung in vielen Staaten die Altersvorsorge von den Entwicklungen an den Finanzmärkten abhängig geworden. In Anbetracht der Tatsache, dass Finanzmärkte reale Einflüsse auf unser tägliches Leben haben, ist diese Arbeit auch ein kleines Plädoyer dafür, sich noch intensiver und kritischer mit Finanzmärkten auseinanderzusetzen.

1.2 Fragestellung und Aufbau der Arbeit

Die *forschungsleitende Fragestellung* der vorliegenden Arbeit wird sich damit auseinandersetzen, inwiefern in der aktuellen EU-Finanzreform Brüche und Kontinuitäten mit der bisherigen Finanzmarktregulierung auszumachen sind. Zur Beantwortung dieser Frage sollen ausgewählte Bereiche analysiert werden, die maßgeblich zur Entstehung der Krise beitrugen. Aus Platzgründen wird es nicht möglich sein, sämtliche von der Finanzreform betroffenen Bereiche zu untersuchen.

Zu Beginn der Arbeit wird die *High-Level Group on Financial Supervision in the EU* und der aus ihr hervorgegangene ‚De-Larosi re-Bericht‘ im Fokus stehen. Einerseits sollen zentrale Ergebnisse des Berichts analysiert werden, andererseits wird der Frage nachgegangen, inwiefern die Auswahl der Mitglieder bereits Art und Reichweite der Reformen bestimmen könnte.

¹ Finanzialisierung kann der Theorie der Politischen Ökonomie zugeordnet werden.

² Der IWF sch tzt die Gesamtkosten auf 11.9 Billionen US-Dollar (<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/5995810/IMF-puts-total-cost-of-crisis-at-7.1-trillion.html>)

Mit Ausbruch der Krise wurden Defizite, sowohl in der mikroprudentiellen als auch in der makroprudentiellen Finanzaufsicht, offenkundig. Dementsprechend sind *Reformen der Finanzaufsichtsarchitektur* angekündigt, ebenso wie *mehr Befugnisse* für europäische Behörden. Ziel der Arbeit wird es sein, den Entstehungsprozess des neuen Aufsichtssystems zu analysieren und zentrale Merkmale des Systems hervorzuheben und zu bewerten.

Im nächsten Kapitel widmet sich die Arbeit der *Regulierung von Derivaten*. Dabei soll sowohl die Funktionsweise von derivativen Finanzinstrumenten erläutert werden, ebenso wie ihr Aufstieg im Prozess der Finanzialisierung – mit besonderem Augenmerk auf die Jahre kurz vor Ausbruch der Krise. Im Anschluss werden die Maßnahmen der Europäischen Union zur Regulierung von Derivaten untersucht.

Abschließend wird der neue *Regulierungsrahmen für Ratingagenturen* Gegenstand dieser Arbeit sein. Zudem soll die problematische Rolle von Ratingagenturen beleuchtet werden.

1.3 Finanzialisierung

Den theoretischen Hintergrund dieser Arbeit bildet das Konzept der Finanzialisierung (engl. *Financialization*). Die Ursprünge des Begriffs können nicht mit Sicherheit geklärt werden, gehen jedoch auf marxistische AutorInnen zurück, die seit den 1960er Jahren die neue Dominanz des Finanzsektors thematisieren. Die Sichtweise eines finanzdominierten Kapitalismus gewann in den 1990ern in weiteren sozialwissenschaftlichen Debatten an Bedeutung und das Konzept der Finanzialisierung fand beispielsweise Einzug in die Regulationstheorie, die post-keynesianistische Ökonomie und in die *cultural political economy*, die den prägenden Einfluss der Finanzmärkte auf das Alltagsleben betont (Heires; Nölke 2011: 38). Epstein (2002) definiert „Finanzialisierung“ wie folgt:

Financialization refers to the increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions, and financial elites in the operation of the economy and its governing institutions, both at the national and international level (Epstein 2002: 3).

Die Debatte über die Finanzialisierung rückt eine Reihe von Entwicklungen in den Fokus, die ihre Ursprünge meist in den USA oder in Großbritannien hatten und dort besonders stark ausgeprägt sind. Zu diesen Entwicklungen zählen z.B. die Deregulierung und Globalisierung der Kapitalmärkte, die Verbreitung neuer Finanzinstrumente, der Aufstieg von Investmentbanken und Hedge Fonds, die verstärkte Vermarktlichung von Finanzbeziehungen, das Aufkommen des Shareholder-Value Konzepts als Leitideologie für das Management und die dramatische Ausweitung des Kredit- und Anlagegeschäfts für Privatkunden (Heires; Nölke 2011: 39).

Eine einheitliche Definition von Finanzialisierung hat die bisherige Debatte nicht hervorgebracht, dennoch lässt sich in den oben genannten Entwicklungen ein gemeinsamer Kern feststellen. Bei allen AutorInnen wird eine Verschiebung von Einkommen aus Lohnarbeit hin zu Profiten aus Finanzgeschäften konstatiert (ebd., 39):

I define financialization as a pattern of accumulation in which profit making occurs increasingly through financial channels rather than through trade and commodity production (Krippner 2005: 174; in: ebd., 39).

Diese Entwicklung zeigt sich vor allem bei einer Analyse der Anteile des Finanzsektors an den Gewinnen der US-Ökonomie. Krippner (2005: 178f) stellt fest, dass sich die Anteile in den vergangenen 30 Jahren mehr als verdoppelt haben und die sogenannte FIRE-Gruppe³ somit zum dominanten Sektor der US-Wirtschaft wurde (ebd., 180). Es hat sich jedoch nicht nur die Profitabilität des Finanzsektors wesentlich besser als die des produktiven Sektors entwickelt, sondern auch die Anteile der Gewinne aus Finanzmarktgeschäften von Unternehmen des produzierenden Sektors sind massiv gestiegen. Daran wird deutlich, dass es im Zuge der Finanzialisierung zu einer Verschiebung ökonomischer und gesellschaftlicher Prioritäten zugunsten der Interessen des Finanzsektors und der KapitalbesitzerInnen kam (Heires; Nölke 2011: 39).

Im Gegensatz zum Fordismus⁴, der eine relativ stabile Phase kapitalistischer Entwicklung bedeutete, ist die Ära der zunehmender Finanzialisie-

³ „FIRE is the industry group comprised by finance, insurance and real estate“ (Krippner 2005: 179).

⁴ „Fordismus“ bezeichnet eine Phase, die etwa in den 30er Jahren begann, in der „(...) sich auf der Basis eines spezifischen Klassenkompromisses zwischen Kapitalisten und Lohnabhängigen ein institutionelles Gefüge entwickelt hatte, das ein paralleles

rung durch Fragilität gekennzeichnet. In finanzialisierten Ökonomien häufen sich die „boom and bust“-Zyklen (ebd., 44), so zum Beispiel als Enron und zahlreiche Unternehmen der *New Economy* zur Jahrtausendwende im Zuge der Dotcom-Blase in sich zusammenbrachen und tausende Beschäftigte ihren Arbeitsplatz oder ihre Altersversicherung verloren (Sablowski 2003b: 1ff). Bereits wenige Jahre später endete die Immobilienblase im nächsten „großen Krach“ (Altvater, 2010) und breitete sich schließlich zur schwersten Wirtschaftskrise seit den 1920er Jahren aus (Heires; Nölke 2011: 44f).

Ohne die Prozesse der Finanzialisierung wäre das enorme Anwachsen der Finanzmärkte undenkbar gewesen. Große Mengen an Kapital aus Pensionsfonds, von KleinanlegerInnen oder neuen (alten)⁵ Finanzmarktakteuren beschleunigten diese Entwicklung. Demgegenüber stand jedoch ein Mangel an tatsächlich verfügbaren rentablen Anlagemöglichkeiten, weshalb die Renditeerwartungen nur durch überhöhte Risiken erfüllt werden konnten – mit den bekannten Folgen (Heires; Nölke 2011: 44).

Von entscheidender Bedeutung ist die Erkenntnis, „(...), dass die Finanzialisierung keine naturgegebene Entwicklung des Kapitalismus darstellt, sondern durch entsprechende politische Weichenstellung herbeigeführt wurde“ (ebd., 48). Dementsprechend kann davon ausgegangen werden, dass diese Entwicklung politisch reversibel ist und es Alternativen gibt. Die Zeit nach der Krise kann als ein *window of opportunity* für weitreichende wirtschaftliche Reformen gesehen werden. Erstmals seit rund 30 Jahren sind zudem Reformen angekündigt, die auf die Einhegung statt auf die Entfesselung der Finanzmärkte abzielen (ebd., 48). Gegenstand dieser Arbeit wird es sein, anhand spezifischer Politikfelder herauszufinden, inwieweit die Gelegenheit zur Neugestaltung der Finanzmärkte genutzt wird.

Wachstum von Produktivität, Reallöhnen und Profiten ermöglichte, so dass eine vergleichsweise regelmäßige Akkumulation möglich wurde (Sablowski 2003a: 9). Zentrales Element fordistischer Akkumulation ist eine dynamische Konstellation aus Massenproduktion und Massenkonsum, in der die Löhne mit der Produktivitäts- und Preisentwicklung stiegen. Neben starken Gewerkschaften wurde dieses System durch relativ stark kontrollierte Finanzmärkte und Restriktionen für Kapitalflüsse abgesichert (Heires; Nölke 2011: 43).

⁵ Das Geschäftsmodell von Banken veränderte sich im Zuge der Finanzialisierung. Da Unternehmen Kredite vermehrt über die Finanzmärkte und nicht von Banken aufnahmen, richteten Banken ihr Geschäftsmodell neu aus und beteiligten sich an Spekulationen (Sablowski 2008).

Definition von „Bruch“⁶

Brüche mit bisheriger Finanzmarktregulierung werden daran festgemacht, inwiefern sich in den derzeitigen Schritten der Europäischen Union ein *Gegenkonzept zur Finanzialisierung* feststellen lässt. Dies fängt bereits bei der Definition der Krisenursachen von Seiten der EU an und setzt sich in den Maßnahmen die getroffen wurden fort. Ließe sich in den Maßnahmen ein Trend erkennen, der darauf abzielt, die Bedeutung des Finanzsektors zu verringern und der Liberalisierung und Deregulierung entgegen zu wirken, wäre ein Bruch gegeben.

⁶ Es handelt sich hierbei um keine allgemeine Definition und bezieht sich somit ausschließlich auf den in dieser Arbeit verwendeten Begriff.

2. High-Level Group und De-Larosière-Bericht

2.1 High-Level Group

Am 11. November 2008 erklärte die Europäische Kommission in einer Presseaussendung⁷, dass die Stufe-3-Ausschüsse des Lamfalussy-Verfahrens bisher nicht angemessen auf die Krise reagieren konnten. Die Ereignisse der letzten Monate hätten vor allem die Schwächen der bisherigen Aufsichtsstruktur zu Tage treten lassen. Deshalb sei es nun dringend notwendig, die derzeitigen Reformen zu beschleunigen. Besonders kritisiert wird die aktuell hochgradig heterogene Aufsichtsstruktur, die nicht in der Lage war, makroökonomische Risiken rechtzeitig zu erkennen und darauf zu reagieren. Aus diesem Grund soll nun eine unabhängige Gruppe von ExpertInnen⁸ damit beauftragt werden, eine Empfehlung für ein europäisches Aufsichtssystem abzugeben.

Übergeordnetes Ziel ist die Schaffung eines effizienteren, stärker integrierten und nachhaltigeren europäischen Aufsichtssystems sowie der Ausbau der Zusammenarbeit zwischen europäischen Aufsichtsbehörden und ihren internationalen Partnern (IP/08/1679).

Im Detail wird die sogenannte High-Level Group⁹ mit folgenden Aufgabengebieten betraut:

- „how the supervision of European financial institutions and markets should best be organised to ensure the prudential soundness of institutions, the orderly functioning of markets and thereby the protection of depositors, policy-holders and investors;
- how to strengthen European cooperation on financial stability oversight, early warning mechanisms and crisis management, including the management of cross border and cross sectoral risks;

⁷ IP/08/1679 European Commission Press Release, vom 11.11.2008

⁸ Tatsächlich waren es später nur männliche Experten, deshalb werde ich in diesem Fall nur die männliche Form verwenden.

⁹ *High-Level Group on Financial Supervision in the EU*. Von der EU und Dritten wird sie auch als „de Larosière Gruppe“ bezeichnet. Im Rahmen dieser Arbeit werden beide Bezeichnungen verwendet.

- how supervisors in the EU's competent authorities should cooperate with other major jurisdictions to help safeguard financial stability at the global level.“ (IP/08/1679, Annex)

Kommissionspräsident José Manuel Barroso beauftragte Jacques de Larosière mit der Formierung der High-Level Group. Unter de Larosières Vorsitz sollen schließlich im Frühjahr 2009 die Ergebnisse vorgelegt werden, an denen sich die Kommission orientieren wird.

2.1.1 Zusammensetzung der High-Level Group

Die Art der Antwort auf eine Frage hängt entscheidend davon ab, an wen sie gerichtet wird. Besonders trifft dies auf politische Fragen zu. Ziel dieser Analyse wird es sein, die Mitglieder der High-Level Group zu beleuchten. Dabei wird die These vertreten, dass bereits die Zusammensetzung der Gruppe die Tragweite der Reformvorschläge maßgeblich bestimmen wird.

Charlie McCreevy, damaliger EU-Kommissar für den Binnenmarkt und den Dienstleistungssektor, zeigte sich in einer Rede beim *Institute of International & European Affairs* davon überzeugt, dass es in den letzten Jahren zu einem *regulatory capture*¹⁰ durch Finanzmarktakteure gekommen sei: „Their lobbies have been strong and powerful“¹¹. Wenn selbst der als liberale Marktwirtschaftler geltende¹² McCreevy zu dieser Erkenntnis gekommen ist, so dürfte man bei der Auswahl der Mitglieder der High-Level Group größte Sensibilität erwarten. Immerhin hat die Gruppe eine enorme Verantwortung und großen Einfluss darauf, wie sich die Regulierung von Finanzmärkten zukünftig gestalten wird. Die Vorschläge von de Larosière und seinen Experten sind für die Kommission zwar nicht bindend, doch sollen sie die Richtung vorgeben und in den nächsten Jahren nach und nach umgesetzt werden.

¹⁰ Übersetzt: Gefahr einer Beeinflussung der Aufsichtsbehörde

¹¹ Die Rede vom 9. Feb. 2009 kann hier abgerufen werden: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/09/41&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>. Zugriff am 27.10.2011.

¹² Financial Times Deutschland, 2. Juli 2006: <http://www.ftd.de/karriere-management/management/montagsportraet-charlie-mc-creevy-der-antagonist/91951.html> Zugriff am 27.10.2011

Jacques de Larosière

Als Vorsitzender der High-Level Group ist de Larosière mit Sicherheit der bedeutendste Akteur. Er wird als schillernde Figur, die zwischen Finanzlobbygruppen und staatlichen Gremien hin und her wechselte, beschrieben.¹³ In den 1980er Jahren arbeitete er als Managing Director beim Internationalen Währungsfond¹⁴, einer Institution die bekanntermaßen für Deregulierung und Privatisierung steht. Anschließend wurde er Chef der französischen Zentralbank. In den Jahren von 1993-1998 übernahm er den Vorsitz der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD)¹⁵, die in Zentral- und Osteuropa zahlreiche Privatisierungsprogramme durchsetzte (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 5). Zwischen 1998 und 2008 wechselte er zur BNP Paribas, einer der größten Banken Europas und wurde dort Berater des Präsidenten (Michel Pébereau).¹⁶ De Larosière ist heute Vorsitzender von Eurofi, ein in Paris beheimateter Think Tank, der jedoch auch Lobbying betreibt:

Eurofi acts as a catalyst for the market and as a neutral go-between, connecting diverse financial industry players and the public authorities.

Eurofi brings together financial institutions of different sizes and statutes: domestic and cross-border banks and insurance companies with different legal statutes, broker dealers, asset managers, market infrastructures.

Our approach is to work with the different industry stakeholders concerned by a given subject in order to clarify the issues at stake, the opportunities, operational constraints and economic impacts and work out pragmatic and when possible consensual solutions. (http://www.eurofi.net/about_Eurofi/)

Zu den wichtigsten Mitgliedern zählen Banken wie Axa, BNP Paribas, Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan uvm. – also sämtliche Größen der Szene (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 5).

¹³ http://www.lobbypedia.de/index.php/Jacques_de_Larosiere Zugriff am 27.10.2011

¹⁴ <http://www.europeanvoice.com/article/imported/cunning-moneyman/63695.aspx> Zugriff am 27.10.2011.

¹⁵ European Bank for Reconstruction and Development

¹⁶ <http://investing.businessweek.com/businessweek/research/stocks/people/person.asp?personId=794104&ticker=FTE:US&previousCapId=367964&previousTitle=France%20Telecom> Zugriff am 27.10.2011.

Darüber hinaus stimmte de Larosière in der Vergangenheit eher dafür, Regulationfragen den Finanzmarktakteuren selbst zu überlassen (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 5f). De Larosière bringt einerseits viel Erfahrung in die High-Level Group, aus kritischer Perspektive ist es jedoch nicht nachvollziehbar, warum die Wahl ausgerechnet auf einen „vom alten Schlag“ gefallen ist. De Larosière mag bestens vernetzt sein und das System wie kaum ein anderer kennen. Doch ob er die richtigen Impulse für eine effektive Finanzmarktregulierung und -aufsicht setzen kann, darf an dieser Stelle zumindest bezweifelt werden.

Leszek Balcerowicz

Leszek Balcerowicz ist ein bekannter polnischer Ökonom und war lange Zeit Präsident der polnischen Nationalbank.¹⁷ Als Finanzminister war er in den 1990er Jahren für die Transformation Polens in die Marktwirtschaft verantwortlich („Balcerowicz Plan“, oder auch „shock therapy“ (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 9)). Heute ist er Vorsitzender des neoliberalen Think Tanks *Bruegel*¹⁸, zu dessen Mitgliedern die Deutsche Bank, Goldman Sachs, UniCredit Group, Erste Bank uvm. zählen.¹⁹ Balcerowicz erhielt zahlreiche Auszeichnungen. Der Friedrich Hayek²⁰ Preis wurde ihm 2001 in Deutschland verliehen²¹, 2007 wurde er vom wirtschaftsliberalen *European Enterprise Institute*²² zum *Greatest European Reformer 2007* gekürt (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 9).

Enge Kontakte pflegt Balcerowicz zum neokonservativen *American Enterprise Institute* (AEI) und zum liberalen *Cato Institute*. Als er im April 2007 beim *Cato Institute* eine Rede hält, berichtet die Washington Post:

Yesterday, Balcerowicz was at the Cato Institute in Washington doing what he likes best – spreading the gospel of free markets and warning

¹⁷ <http://www3.tcmb.gov.tr/inflation/Balcerowicz.pdf> Zugriff am 28.10.2011

¹⁸ <http://www.bruegel.org/about/> Zugriff am 28.10.2011

¹⁹ <http://www.bruegel.org/about/members/> Zugriff am 28.10.2011

²⁰ Hayek gilt als einer der kompromisslosesten und radikalsten Vertreter und Vater des Neoliberalismus (http://www.lobbypedia.de/index.php/Friedrich_August_von_Hayek_Stiftung Zugriff am 28.10.2011)

²¹ <http://www.oecd.org/dataoecd/31/7/40131647.pdf> Zugriff am 28.10.2011

²² Das EEI sah die Gründe der Finanzkrise vor allem in der Intervention des Staates. Das EEI plädiert für freiere Finanzmärkte und weniger Regierungsinterventionen (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 9).

*about the dangers of the modern welfare state. (...), he outlines the intellectual arguments for deregulation, privatization and lower taxes (...).*²³

In einem von Balcerowicz veröffentlichten Artikel²⁴ aus dem Jahr 2010, wird seine ablehnende Haltung gegenüber staatlicher Regulierung zum wiederholten Mal deutlich. Inwiefern er die richtigen Impulse für eine Neuausrichtung der Finanzmarktregulierung setzen kann ist fraglich.

Otmar Issing

Otmar Issing gilt als Vertreter des Monetarismus und war als Führungsperson in der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank (EZB)²⁵ maßgeblich an der Entwicklung des Euro beteiligt. Nur vier Monate nach seiner Tätigkeit bei der EZB wechselte er als International Advisor zu Goldman Sachs, der Bank, die in der Krise durch short-sellings profitieren konnte. Issing ist darüber hinaus im Kuratorium der ‚Friedrich August von Hayek Stiftung‘ und erhielt 2003 den Internationalen Preis eben dieser. Im *Center for Financial Studies* der Goethe Universität Frankfurt hat er die Position des Präsidenten inne.²⁶ Finanziert wird das Institut von der ‚Gesellschaft für Kapitalmarktforschung‘ (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 8), zu den Mitgliedern zählen die Deutsche Bank, Goldman Sachs, Morgan Stanley, UniCredit Group, Merrill Lynch und andere.²⁷

Über die Nominierung Issings schreibt *The International Economy*:

With the nomination to the group of Otmar Issing, former chief economist of the European Central Bank, U.S. investment bank Goldman Sachs landed a strategic coup. Since Issing, a highly paid adviser of Goldman Sachs in Frankfurt, was asked to head a similar “Expert Group” to advise German Chancellor Merkel on combating the financial crisis, Wall

²³ <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2007/04/10/AR2007041001480.html> Zugriff am 28.10.2011

²⁴ <http://www.project-syndicate.org/commentary/balcerowicz5/English> Zugriff am 28.10.2011

²⁵ http://www.hayek-stiftung.de/fileadmin/user_upload/Lebenslaeufe/Lebenslauf_Issing.pdf Zugriff am 28.10.2011

²⁶ <https://www.ifk-cfs.de/index.php?id=120> Zugriff am 28.10.2011

²⁷ <https://www.ifk-cfs.de/index.php?id=68> Zugriff am 28.10.2011

*Street's powerhouse now has its own man in the most important new European expert panels – a nightmare for main rival Deutsche Bank.*²⁸

Im September 2011 berichtet die Neue Züricher Zeitung, dass Otmar Issing den Markt für die bessere Medizin hält und alles, was die Marktkräfte ausheble, abzulehnen sei.²⁹ Besonders aufgrund der engen Verbindungen zu Goldman Sachs, sind Interessenskonflikte zu seiner Aufgabe in der de Larosière Gruppe nicht auszuschließen.

Rainer Masera

Rainer Masera, der „Bankenfürst von Turin“³⁰, ist ein italienischer Banker, der in Schlüsselpositionen bei verschiedenen großen Banken beschäftigt war. Derzeit ist er „Expert Member on the Board of the European Investment Bank“³¹, die insbesondere wegen mangelnder Transparenz und Verantwortung (*accountability*) in die Kritik geriet (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 11). Zur Nominierung von Masera schrieb *The International Economy*:

*The nomination to the group of Rainer Masera, a former managing director of Lehman Brothers which collapsed recently causing terrible losses to European institutions and investors, met with sharp criticism, (...).*³²

Callum McCarthy

McCarthy war zwischen 2003 und 2008 Vorsitzender der britischen *Financial Services Authority* (FSA). Zuvor war er bei anderen Banken, bspw. der *Barclays Bank*, beschäftigt. Die FSA wurde nach Ausbruch der Finanzkrise heftig dafür kritisiert, systemische Risiken übersehen zu haben. McCarthys Nachfolger, Lord Turner, gestand 2009 ein, dass die FSA daran gescheitert sei, die sich seit 2004 aufbauenden Risiken rechtzeitig zu erkennen. Diese Phase fällt zur Gänze unter den Vorsitz

²⁸ http://www.international-economy.com/TIE_F08_Engelen.pdf Zugriff am 28.10.2011

²⁹ http://www.nzz.ch/finanzen/nachrichten/otmar_issing_haelt_den_markt_fuer_die_beste_medizin_1.12619626.html Zugriff am 28.10.2011

³⁰ <http://www.karriere.de/service/rainer-masera-der-bankenfuerst-von-turin-112548> Zugriff am 28.10.2011

³¹ http://www.eib.org/attachments/documents/cv_rainer_masera_en.pdf Zugriff am 28.10.2011

³² http://www.international-economy.com/TIE_F08_Engelen.pdf Zugriff am 28.10.2011

McCarthy's (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 6f). Noch im Jahr der Veröffentlichung des de Larosière Berichts wechselte McCarthy zum US-Finanzinvestor *JC Flowers* und übernahm dort die Leitung der Europageschäfte.³³ McCarthy ist das einzige Mitglied der High-Level Group mit rezenter Erfahrung im Bereich Bankenaufsicht. Umso erstaunlicher, dass die Wahl auf ihn gefallen ist.

Lars Nyberg

Nyberg, einer der erfolgreichsten Söhne Schwedens³⁴, war viele Jahre im Bankensektor beschäftigt, bevor er *Deputy Governor* der schwedischen Zentralbank wurde (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 12f). In einer Rede vom 15. Oktober 2008 plädiert er für mehr Regulierung, warnt jedoch gleichzeitig: „Meanwhile, it is important to make clear that we must not become overly zealous about regulation.“³⁵

José Pérez

Die meiste Zeit seiner Karriere verbrachte José Pérez bei der spanischen Nationalbank. Später wandte er sich dem Privatsektor zu und bekleidete die Position des *Managing Directors* bei der *Banco Bilbao Vizcaya Argentina* (BBVA) (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 12).

Onno Ruding

Onno Ruding wechselte während seiner Karriere immer wieder zwischen öffentlichem und privatem Sektor. Er arbeitete für dem IWF und eine niederländische Bank, bevor er in den 1980er Jahren in die Politik vorstieß. Unter Ruud Ludders wurde er Finanzminister, eine Zeit, die für Deregulierung und Privatisierung steht. In den 1990er Jahren wurde er zum Vizevorsitzenden der *Citigroup* ernannt (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 10f). Heute ist er Chairman des enorm einflussreichen neoliberalen Think Tanks *Centre for European Policy Studies* (CEPS) in Brüssel.³⁶

³³ <http://www.moneymarketing.co.uk/former-fsa-chair-callum-mccarthy-joins-jc-flowers/1002708.article> Zugriff am 28.10.2011

³⁴ <http://www.europeanceo.com/profiles/lars-nyberg> Zugriff am 28.10.2011

³⁵ <http://www.bis.org/review/r081017c.pdf> Zugriff am 28.10.2011

³⁶ <http://www.ceps.eu/content/ceps-board-directors> Zugriff am 28.10.2011

2.1.2 Zu erwartende Art und Reichweite der Reformen

Die High-Level Group um de Larosière wird bedeutenden Einfluss darauf haben, wie sich Finanzmarktregulierung und -aufsicht in den kommenden Jahren entwickeln werden. Obwohl die Vorschläge des Berichts in keiner Weise binden für die Kommission sind, so werden sie doch die Richtung vorgeben.

Zu Beginn dieser Arbeit wurde davon ausgegangen, dass bei der Formierung der High-Level Group darauf geachtet wird, ein breites Spektrum an wissenschaftlicher und praktischer Expertise zu vereinen. Dazu gehört selbstverständlich die Teilnahme kritischer AkteurInnen, die idealerweise bereits vor Ausbruch der Krise auf die riskante Entwicklung auf den Finanzmärkten hingewiesen haben.

Die Analyse der einzelnen Mitglieder zeigt auf, dass alle Akteure enge Kontakte zu privaten Finanzmarktinstitutionen pflegen. Viele von ihnen haben in ihrer Laufbahn hohe Ämter in großen Banken bekleidet oder sind nach wie vor aktiv. Hier sehe ich die Gefahr für potentielle Interessenskonflikte. Des Weiteren sind die meisten Mitglieder der Gruppe um de Larosière in neoliberalen Think Tanks vertreten, die wiederum von bekannten Banken unterstützt werden und für Liberalisierung und Deregulierung stehen.

Bei genauerem Hinsehen fällt auf, dass sich die High-Level Group aus einflussreichen, neoliberalen Größen der vergangenen Jahrzehnte konstituiert. Dass gerade von diesen Akteuren Gegenkonzepte zur Finanzialisierung vorangetrieben werden, ist unwahrscheinlich. Die Kommission hat in diesem Fall die Chance verpasst, kritische AkteurInnen miteinzubeziehen um dadurch die Art und Reichweite der Reformvorschläge zu erhöhen.

2.2 Report of the High-Level Group on Financial Supervision³⁷

Am 25. Februar 2009, also nur wenige Monate nachdem Manuel Barroso den Auftrag erteilt hatte, wurde der Bericht der *High-Level Group on Financial Supervision in the EU* präsentiert. Der Bericht wird die Finanzmarktreform der EU bedeutend beeinflussen und richtungsweisend für die kommenden Jahre sein. Im Folgenden sollen nun die zentralen Forderungen der de Larosière Gruppe skizziert werden.

2.2.1 Ursachen der Krise

Im ersten Kapitel gehen de Larosière und seine Kollegen auf die Ursachen der Krise ein. Aus makroökonomischer Sicht sehen sie die Ausdehnung der Liquidität und niedrige Zinsen als Hauptursachen der Krise. Das rasch anwachsende Kreditvolumen trug zur Immobilienblase am US-Markt bei, doch funktionierte die Risikobepreisung von beispielsweise *Collateralized Debt Obligations* (CDOs) nicht mehr richtig. Das Modell der Verbriefung sieht die Gruppe als ökonomisch durchaus wünschenswert an, kritisiert jedoch die Undurchsichtigkeit riskanter Finanzprodukte (Absatz 6-18)³⁸.

Ratingagenturen³⁹ haben maßgeblich dazu beigetragen, Ausfallrisiken durch Mängel in den Rating-Methoden zu verschleiern. Zudem sieht die High-Level Group einen Interessenskonflikt, da die Agenturen von den Emittenten für das Rating bezahlt werden. Die Emittenten nutzten den Wettbewerb zwischen den Ratingagenturen aus, um ihren Produkten ein AAA-Rating zu sichern (Absatz 19-22).

Insgesamt wurde zu sehr auf die Risikomanagement-Fähigkeiten der Banken vertraut, doch gab es auch Schwierigkeiten beim Informationsaustausch und der gemeinsamen Entscheidungsfindung der Zentralbanken, Aufsichtsbehörden und Finanzministerien. Angesichts mangelnder

³⁷ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Chaired by Jacques de Larosière (2009). Abrufbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf Zugriff am 28.10.2011

³⁸ Da die Absätze in der englischen und deutschen Version des Berichts nummeriert sind, wird diesen (gegenüber den Seitenzahlen) der Vorzug gegeben.

³⁹ Ratingagenturen werden in Kapitel 4, Seite 67 ausführlich beleuchtet.

Transparenz, bspw. durch außerbilanzielle Zweckgesellschaften, ist der bestehende Aufsichtsrahmen bald an seine Grenzen gestoßen. Regulierungs- und Aufsichtsbehörden konzentrierten sich überdies zu sehr auf die mikroprudenzielle Aufsicht und nicht genügend auf makrosystemische Gefahren. Der starke Wettbewerb zwischen den Finanzzentren trug darüber hinaus dazu bei, Maßnahmen nur zögerlich zu veranlassen (Absatz 25-31).

In der Dynamik der Krise wurden schließlich die Versäumnisse offensichtlich. Der Inflationsdruck in der US-Wirtschaft machte eine Straffung der Geldpolitik erforderlich. Steigende Zinsen lösten die Subprime-Krise in den USA aus, doch die Risiken waren weltweit verteilt. Hinzu kam die prozyklische Wirkung bestimmter Aspekte des regulatorischen Rahmenwerks, die nun in aller Schärfe sichtbar wurde. Ratingagenturen stuften CDOs reihenweise herab und Banken mussten ihr risikogewichtetes Eigenkapital aufstocken. Die Equity-Märkte knickten schließlich ein, als die Banken fast gleichzeitig versuchten, neues Kapital aufzunehmen. Viele Banken konnten nur durch massive staatliche Kapitalhilfen gerettet werden. Die Mitglieder der High-Level Group kritisieren die unzureichende Infrastruktur für das Krisenmanagement in der EU. Da ein gemeinsamer Rahmen für das Krisenmanagement fehlte, waren die Maßnahmen der Mitgliedsstaaten nicht aufeinander abgestimmt und hatten mitunter negative Rückwirkungen auf andere Mitgliedstaaten (Absatz 32-37).

2.2.2 Abhilfe durch Politik und Regulierung

Beseitigung von Regulierungsschwächen

Das Regelwerk ‚Basel II‘ betreffend, empfiehlt die High-Level Group der Kommission, sich für einige grundlegende Überarbeitungen einzusetzen:

- Schrittweise Erhöhung der Mindestkapitalanforderungen
- Reduktion der prozyklischen Wirkung (bspw. durch die Förderung dynamischer Rückstellungen bzw. Eigenkapitalpuffern in wirtschaftlich erfolgreichen Zeiten)
- strengere Regeln für außerbilanzielle Posten und mehr Transparenz

- verschärfte Vorgaben für das Liquiditätsmanagement
- die Vorschriften für die interne Kontrolle und das Risikomanagement sollen verstärkt werden

(Absatz 53-65)

Ratingagenturen (vgl. Kapitel 4, Seite 67) spielen an den Finanzmärkten eine ausschlaggebende Rolle, doch die Ratings waren bisher nicht zufriedenstellend und trugen zur Krise bei. Damit die Ratings möglichst „unabhängig, objektiv und von hoher Qualität“ sind, gibt die High-Level Group einige Empfehlungen ab:

- der CESR⁴⁰ soll gestärkt werden und für die Zulassung sowie Beaufsichtigung von Ratingagenturen zuständig sein
- grundlegende Überprüfung von Geschäftsmodell und Finanzierung; Überlegung eines Modells, bei dem die Käuferseite für das Rating bezahlt (wäre jedoch deutlich komplizierter); Ausräumung von Interessenskonflikten
- eine spezielle Kennzeichnung (Codes) soll AnlegerInnen auf die Komplexität strukturierter Produkte hinweisen

(Absatz 66-72)

Bezüglich der Rechnungslegungsvorschriften hält die Gruppe umfassende Überlegungen über die Marktpreisbewertung⁴¹ für notwendig:

- Um gleiche Wettbewerbsbedingungen auf globaler Ebene sicherzustellen, sollen das *International Accounting Standards Board* (IASB) sowie andere standardsetzende Stellen eine gemeinsame transparente Methode für die Bewertung von Aktiva entwickeln.
- Stärkung der Aufsichts- und Leitungsstruktur des IASB

(Absatz 73-79)

Aus Sicht der Gruppe sollen den Behörden der Mitgliedstaaten wirkungsvolle Aufsichts- und Sanktionsbefugnisse zur Seite gestellt werden, da die derzeitigen Sanktionsordnungen generell zu schwach und zu heterogen bewertet werden (Absatz 83-84).

⁴⁰ heute ESMA (European Securities and Markets Authority)

⁴¹ Marktpreisbewertung bezeichnet den Prozess der Bewertung von gehaltenen Aktiva (diese sind Schwankungen ausgesetzt).

Bisher wurden Hedgefonds und Investmentbanken wenig reguliert, da davon ausgegangen wurde, dass sie auf eigenes Risiko handelten. In der Krise hat sich jedoch gezeigt, dass sie gravierende systemische Probleme verursachen können. Der Bericht sieht nach wie vor nicht die Notwendigkeit, Investmentbanken und Hedgefonds den gleichen Regeln, wie sie für Banken gelten, zu unterwerfen. Dennoch gibt es einige Vorschläge:

- Finanzmarktakeure mit potentieller Bedeutung für das System, sollen einer geeigneten Regulierung unterworfen werden
- Einführung einer Registrierungspflicht für Hedgefonds zur Erhöhung der Transparenz
- Angemessene Eigenkapitalanforderungen für Banken, die Hedgefonds betreiben
- Weiterentwicklung der gemeinsamen Vorschriften für Investmentfonds in der EU

(Absatz 85-92; 96-98)

Die Rolle der Derivatemärkte, insbesondere von Over-the Counter gehandelten Kreditderivaten, war für die Finanzkrise zentral, weshalb die Gruppe einige Empfehlungen abgibt:

- Vereinfachung und Standardisierung von OTC-Derivaten
- Einrichtung einer gut kapitalisierten zentralen Clearingstelle für Credit Default Swaps, mit der Pflicht, diese zu nutzen
- Emittenten von verbrieften Produkten sollen einen bedeutenden Anteil des unterliegenden Risikos für die gesamte Laufzeit des Instruments in ihren Büchern halten müssen.

(Absatz 93-95)

Ein kohärenterer Regulierungsrahmen für Europa

Im Gegensatz zu anderen großen Ländern dieser Welt verfügt die EU über keinen kohärenten Regulierungsrahmen. Um einen reibungslos funktionierenden Binnenmarkt zu fördern, sollten jedoch gewisse Grundvorschriften harmonisiert sein. Dies bedeutet nicht, dass Vorschriften überall gleich sein müssen, doch brachte die derzeitige Inkohärenz Erschwernisse bei Krisenprävention und -management mit sich. Die Gruppe empfiehlt deshalb:

- Vermeidung von Rechtsvorschriften, die Spielraum für inkohärente Rechtsvorschriften lassen (betrifft die Mitgliedstaaten und die EU-Ebene)
- Beseitigung von Ausnahmeregelungen, die dem Finanzbinnenmarkt schaden
- Wettbewerbsverzerrungen und Arbitragemöglichkeiten sollen eingeschränkt werden
- strengere Regeln sollen nach wie vor von Mitgliedstaaten auf nationaler Ebene beschlossen werden können

(Absatz 99-109)

Unternehmensführung. Hier sind nach Meinung der de Larosière Gruppe die größten Schwachstellen zutage getreten. Langfristige Interessen wurden von Anreizsystemen mit kurzfristiger Gewinnmaximierung zurückgedrängt, was die Finanzinstitute dazu veranlasste, hohe Risiken bei schlechter Kreditqualität einzugehen. Die Forderungen der Gruppe lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Reform der Rechnungslegung und dynamische Rückstellungen in Zeiten günstiger Konjunktur
- Änderung der Anreizstruktur im Vergütungssystem; Bonuszahlungen sollen auf mehrjähriger Basis berechnet werden und schrittweise über mehrere Jahre ausbezahlt werden – kurzfristiges Denken und Handeln soll dadurch eingedämmt werden
- Bonuszahlung sollen einer tatsächlichen Leistung entsprechen

(Absatz 110-121)

Für das interne Risikomanagement sieht die Gruppe einige Änderungen vor. So sollen die hauptverantwortlichen MitarbeiterInnen eine hohe Position im Unternehmen bekleiden und von anderen Funktionen losgelöst sein. Überdies sollen sie wirksame und unabhängige Stresstest durchführen können (Absatz 122-124).

Krisenmanagement und Krisenbewältigung. Die High-Level Group geht davon aus, dass es immer Krisen geben wird und das derzeitige System deshalb in vielen Punkten verbessert werden muss. Vor allem im Vergleich zu den USA fehlt ein kohärenter Rahmen für das Krisenmanagement und die Krisenbewältigung. Die Gruppe empfiehlt:

- Entwicklung eines transparenten, klaren Rahmens für das Krisenmanagement

- die zuständigen (nationalen) Behörden sollen mit dem gleichen, angemessenen Instrumentarium für Krisenprävention und Krisenintervention ausgestattet werden; rechtliche Hindernisse für deren Einsatz sollen beseitigt werden
- Harmonisierung von Einlagensicherungssystemen – im Idealfall vom Privatsektor vorfinanziert

(Absatz 125-143)

2.2.3 Abhilfe durch EU-weite Aufsicht

Der Bericht der High-Level Group sieht sowohl auf Mikro- als auch auf Makroebene der Aufsicht, Handlungsbedarf. Die Mikroaufsicht, deren Hauptziel darin besteht, einzelne Finanzinstitute zu überwachen, steht traditionell im Zentrum des Interesses der meisten Aufsichtsbehörden. Die Makroaufsicht hingegen zielt darauf ab, systemische Risiken rechtzeitig zu erkennen. Zwischen den beiden Ebenen bedarf es eines regen Informationsaustauschs.

Ziel der Aufsicht sollte es nach Ansicht der Gruppe sein, eine ordnungsgemäße Anwendung der für den Finanzsektor geltenden Regeln zu gewährleisten. Hohe Mindeststandards in zentralen Punkten sollten für alle beaufsichtigten Institute gelten. Ferner besteht die Aufgabe der Aufsicht darin, Probleme zeitgerecht zu erkennen, um das Entstehen von Krisen zu verhindern. Kommt es dennoch zur Krise, bedarf es angemessener Reaktionen um sie schnellstmöglich zu bewältigen. Die Gruppe betont jedoch auch, dass das Aufsichtssystem als fair und ausgewogen empfunden werden muss und allzu invasive Aufsichtsregeln und -praktiken abzulehnen sind, da ansonsten hohe Kosten für den Finanzsektor entstünden (Absatz 144-151).

Die Gruppe schlägt die Gründung eines neuen Gremiums mit der Bezeichnung „Europäischer Rat für Systemrisiken“ (*European Systemic Risk Council*, ESRC) vor:

- Der ESRC setzt sich aus den Mitgliedern des erweiterten Rates von EZB/ESZB, den Vorsitzenden der Stufe-3-Ausschüsse sowie einem Vertreter der Europäischen Kommission zusammen
- im ESRC werden alle relevanten Informationen für die Finanzmarktstabilität gesammelt und analysiert

- zwischen dem ESRC und den Behörden auf Mikroebene soll ein angemessener Informationsfluss stattfinden
- Aufgabe des ESRC ist es, gemeinsam mit dem ‚Wirtschafts- und Finanzausschuss‘ (WFA), makroprudentielle Risiken zu ermitteln und Risikowarnungen auszugeben. Die zuständigen Behörden sollten daraufhin Maßnahmen treffen
- bei schwerwiegenden Risiken, soll der ESRC die Kommission und den WFA auffordern, eine Strategie auszuarbeiten

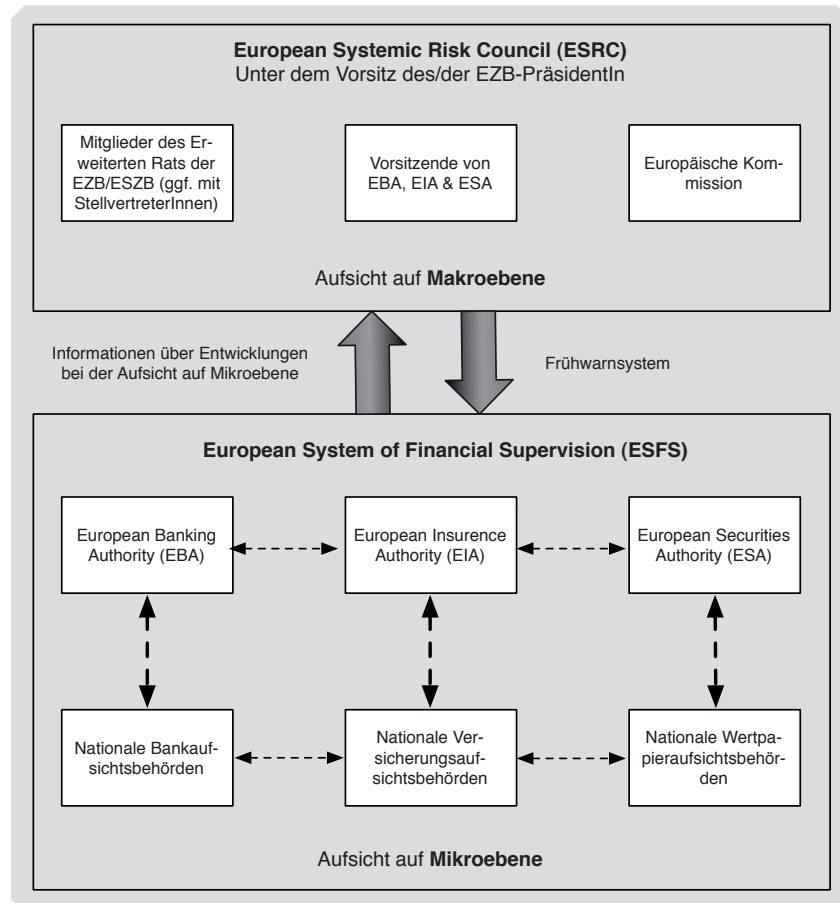
(Absatz 173-182)

Die Mikroebene betreffend, wird ein europäisches Finanzaufsichtssystem (*European System of Financial Supervision*, ESFS) vorgeschlagen:

- nationale Aufsichtsbehörden sind weiterhin für die laufende Aufsicht zuständig
- die Stufe-3-Ausschüsse sollen in drei neuen Behörden umgewandelt werden; Aufgabe wäre es, die Anwendung von Aufsichtsstandards zu koordinieren und eng mit nationalen Aufsichtsbehörden zusammenzuarbeiten
- das ESFS sollte politisch unabhängig sein (jedoch rechenschaftspflichtig gegenüber der Politik)

(Absatz 183-189)

Abb. 1. Vorschlag für ein neues europäisches Finanzaufsichtssystem



Quelle: Eigene Darstellung; basierend auf dem De-Larosière-Bericht (Seite 65)

2.2.4 Abhilfe auf globaler Ebene

Im letzten Kapitel des Berichts beschäftigt sich die High-Level Group mit der Förderung der Finanzstabilität auf globaler Ebene. Sie spricht sich für ein stärkeres, kohärenteres und vereinfachtes internationales Regulierungs- und Aufsichtssystem aus, das die bestehenden internationalen Einrichtungen besser nutzt. Um eine möglichst hohe regulatorische Konsistenz zu erreichen, soll sowohl der ‚Baseler Ausschuss für Banken-

aufsicht', als auch das ‚Forum für Finanzstabilität‘ (*Financial Stability Forum*, FSF) mit mehr Kompetenzen ausgestattet werden. Dem zu reformierenden FSF⁴² sollten möglichst bald alle systemisch wichtigen Länder beitreten (Absatz 219-230).

Für die größten global tätigen Banken sieht der Bericht eine, nach eigenen Angaben, besonders strenge Beaufsichtigung vor. Einerseits setzt der Bericht auf Selbstkontrolle, indem den größten Instituten empfohlen wird, sich zumindest einmal jährlich mit ihrem Aufsichtskollegium zu treffen, um Gespräche über die Bewertung von Risiken zu führen. Andererseits wird von den zuständigen Behörden die nötige Sensibilität im Umgang mit den größten Finanzkonglomeraten verlangt.⁴³ Hierzu wird es nach Ansicht der Gruppe nötig sein, die Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden zu stärken (Absatz 231-238).

Zur Verbesserung der makroökonomischen Überwachung insgesamt, schlägt der Bericht ein von IWF und FSF betriebenes Frühwarnsystem vor. Die Expertise von IWF und FSF sollte vor allzu großem politischen Einfluss geschützt werden, jedoch auf unabhängige, professionelle Beratung zurückgreifen. Das Frühwarnsystem sollte den politisch Verantwortlichen klare und unzweideutige Botschaften liefern und präventive Maßnahmen empfehlen. Des Weiteren denkt die Gruppe die Erstellung einer globalen „Finanzrisikokarte“ an, die in enger Zusammenarbeit von IWF, BIZ, ESRC und den nationalen Zentralbanken entstehen könnte (Absatz 239-248).

Abschließend merkt die High-Level Group an, dass die Europäische Union eine wichtige, internationale Akteurin sei, es ihr jedoch an Kohärenz und Kontinuität fehle. Deshalb sollte in Zukunft vermehrt mit „einer“ Stimme gesprochen werden (Absatz 253-256).

2.3 Zwischenfazit

Die Analyse der einzelnen Akteure der High-Level Group zeigt auf, wie eng diese mit Finanzinstituten, neoliberalen Think Tanks und Regierungsinstitutionen verbunden sind. In insgesamt elf ganztägigen Sitzun-

⁴² Das FSF sollte mit mehr Mitteln ausgestattet werden (Absatz 228).

⁴³ Hier fallen die Stichworte „too big to fail“, aber auch „too big to save“ (Absatz 234)

gen mit Persönlichkeiten und VertreterInnen der europäischen Finanzdienstleistungsverbände und internationalen Institutionen, wurden zusätzliche Meinungen eingeholt. Darunter der IWF, die EZB, Mitglieder der Kommission, der Europäische Bankenverband, der Verband der Europäischen Wertpapierbörsen, der Europäische Dachverband der Fondsgesellschaften und Asset Manager, die Future und Options Association sowie VertreterInnen großer Versicherungsgesellschaften – um an dieser Stelle nur einige wenige zu nennen.⁴⁴ Kritische NGOs wurden hingegen nicht in den Prozess mit einbezogen.⁴⁵

Eine fundamentale Kritik an den Finanzmärkten lässt der Bericht vermissen. Das rein auf Spekulation ausgerichtete Verhalten vieler Finanzmarktakteure wird an keiner Stelle kritisiert oder hinterfragt. Obwohl der Bericht große Defizite im Management und der internen Kontrolle sieht, wird in vielen Bereichen weiterhin auf Selbstkontrolle gesetzt, anstatt konkrete Vorschläge zu Regulierungsmaßnahmen abzugeben.

Auf globaler Ebene kommt dem Internationalen Währungsfond eine zentrale Rolle zu. Inwiefern sich hier das enge Verhältnis von de Larosière zum IWF konstatiert, darüber kann nur spekuliert werden. Ein wenig verwunderlich ist es jedoch, dass ausgerechnet die Organisation, die in den letzten Jahrzehnten für Deregulierung, Privatisierung und Liberalisierung stand, nun die Finanzmärkte effektiv beaufsichtigen und regulieren soll.

Das Herzstück des Berichts ist mit Sicherheit der Entwurf einer neuen Aufsichtsarchitektur für die Europäische Union. Die Stufe-3-Ausschüsse wurden deutlich aufgewertet und mit wesentlich mehr Kompetenzen ausgestattet. Angesichts des engen Ineinandergreifens von Banken, Versicherungen und Börsen, scheint die Aufteilung in drei Behörden nicht ideal (Möllers 2010: 404f). Die räumliche Trennung (London, Paris, Frankfurt) könnte überdies Schwierigkeiten beim Informationsaustausch oder bei der Ausarbeitung gemeinsamer Maßnahmen mit sich bringen. Möglicherweise wäre *eine* starke Behörde die bessere Option gewesen, um für mehr Kohärenz bei Aufsicht und Regulierung zu sorgen.

⁴⁴ Eine vollständige Auflistung ist in Anhang II des Berichts zu finden.

⁴⁵ Inwiefern dies auf mangelndes Engagement kritischer NGOs zurückzuführen ist, oder diese bewusst ausgeschlossen wurden, kann an dieser Stelle nicht beantwortet werden.

Für die Aufsicht auf Makroebene ist der *European Systemic Risk Council* (ESRC) zuständig, die Aufsicht auf Mikroebene wird im *European System of Financial Supervision* (ESFS) zusammengefasst. Diese Aufteilung wird als kritisch betrachtet, da effektive Prävention und die Kontrolle von systemischen Risiken nur bei bester Zusammenarbeit funktionieren wird (Cotterli; Gualandri 2009: 14; Recine; Teixeira 2009: 21).

Insgesamt ist der Bericht der Gruppe durch seine Pfadabhängigkeit, vorgegeben durch das Lamfalussy-Verfahren, geprägt. Grundsätzliche Elemente bisheriger Regulierung und Aufsicht, werden nicht infrage gestellt, ebenso wenig sind Erkenntnisse der Finanzialisierung (vgl. Kapitel 1.3, Seite 13) eingeflossen. An der primär nationalstaatlichen Regulierung und Aufsicht wird sich vermutlich wenig ändern – angestrebt wird jedoch ein größerer Informationsfluss zu übergeordneten Behörden. Regulatorische Maßnahmen werden, wenn überhaupt, nur in Form von Mindeststandards durch die neuen Behörden beschlossen. Aus diesem Grund wird sich am Wettbewerb zwischen den Finanzplätzen künftig wenig ändern und es besteht, die Regulierung betreffend, weiterhin die Gefahr eines *race to the bottom*. Wie die Vorschläge zur Aufsichtsarchitektur tatsächlich umgesetzt werden, ist Gegenstand des nächsten Kapitels.

3. Europäisches System der Finanzaufsicht

Angesichts der durch die Finanz- und Weltwirtschaftskrise hervorgerufenen Ereignisse, sieht die Europäische Kommission dringenden Handlungsbedarf im Bereich der Finanzmarktregulierung und -aufsicht. In ihrer Mitteilung ‚Impulse für den Aufschwung in Europa‘ vom 4. März 2009 (KOM 2009/114⁴⁶) nahm sie bereits Bezug auf den Bericht der High-Level Group um de Larosière und stellte fest, dass bei der Reformierung der Finanzmärkte keine Verzögerungen geduldet werden dürften, sowie die Reform des Regulierungsrahmens vorangetrieben werden müsste (KOM 2009/114: 2).

Als direkte Reaktion auf die Krise gab es sowohl auf nationalstaatlicher als auch auf europäischer Ebene zahlreiche Stabilisierungspakete, um Banken zu retten und die Liquidität wiederherzustellen. Die Kommission betont in der Mitteilung vor allem die Bedeutung verantwortungsvoller und verlässlicher Finanzmärkte für die Zukunft. So sollten den beispiellosen Maßnahmen, die zur Rettung der Finanzinstitute nötig waren, energische Reformen folgen, damit die Risiken des gegenwärtigen Systems aufgedeckt und bekämpft werden. Hierzu soll die Kommission noch im Laufe des Jahres 2009 Reformen für das europäische Finanzsystem vorschlagen und damit eine Vorreiterrolle im Rahmen der G20 übernehmen. Die Prinzipien ‚Verantwortlichkeit, Integrität, Transparenz und Konsistenz‘ sollen den Reformen zugrunde liegen und alle einschlägigen Akteure und sämtliche Finanzinstrumente regulieren bzw. beaufsichtigen (KOM 2009/114: 5).

Den De-Larosière-Bericht betreffend, stimmt die Kommission den Ausführungen der Gruppe über die Gründe für die Finanzkrise zu (vgl. Kapitel 2.2.1, Seite 25). Inwiefern sie den 31 Empfehlungen zustimmt, wird nicht explizit erwähnt (KOM 2009/114: 6). Die Kommission erkennt jedoch an, dass die Stufe-3-Ausschüsse an ihre Grenzen gestoßen sind und in Behörden mit mehr rechtlichen Befugnissen umgewandelt werden sollten. Die einzelstaatlichen Aufsichtsbehörden sollen weiterhin für die tägliche Aufsicht verantwortlich bleiben. Ebenso sei zu prüfen, inwiefern Sanktionsregeln, wie sie die High-Level Group vorschlägt,

⁴⁶ KOM (2009) 114: Mitteilung für die Frühjahrstagung des Europäischen Rates – Impulse für den Aufschwung in Europa. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:DE:PDF> Zugriff am 7.12.2011

sinnvoll wären (KOM 2009/144: 6f). Die Empfehlung der Gruppe zu einer neuen europäischen Gesamtaufsicht fasst die Kommission positiv auf. Die neuen Einrichtungen sollten in der Lage sein, Systemrisiken auf europäischer Ebene zu identifizieren und entsprechende Warnungen auszusprechen. Überdies sollten sie verbindliche Kontroll- und Überwachungselemente besitzen (KOM 2009/114: 6f).

3.1 Die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden

Einerseits ist die Europäische Finanzaufsicht seit 2000 einem ständigen Wandel unterworfen und somit könnten die anstehenden Reformen als letzte Stufe eines gegenwärtigen Evolutionsprozesses betrachtet werden, der nun durch Vorschläge und Ideen aus politischen Debatten die bereits vor der Krise existierten, vorangetrieben wird. Andererseits könnten die Reformen einen Wendepunkt in der bisherigen Finanzaufsicht darstellen und ein Gegenkonzept zur Finanzialisierung der letzten vier Jahrzehnte bedeuten (Ferran 2011: 31f).

Im Folgenden soll der Entstehungsprozess der drei Europäischen Finanzaufsichtsbehörden eingehend analysiert werden. Die Grundlage der Analyse bilden die folgenden Dokumente:

- Am 23. September 2009 veröffentlichten das Europäische Parlament und der Rat drei Vorschläge für Verordnungen, die die Bildung der ‚Europäischen Aufsichtsbehörden‘ (ESA) beinhalten: KOM 2009/501⁴⁷; KOM 2009/502⁴⁸; KOM 2009/503⁴⁹
- Ende November, bzw. Anfang Dezember 2009 veröffentlichte der Rat für Wirtschaft und Finanzen (ECOFIN) drei Kompromiss-

⁴⁷ KOM (2009) 501 endgültig: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Europäischen Bankaufsichtsbehörde Abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_501_de.pdf Zugriff am 21.11.2011

⁴⁸ KOM (2009) 502 endgültig: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung Abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_502_de.pdf Zugriff am 21.11.2011

⁴⁹ KOM (2009) 503 endgültig: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde Abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_503_de.pdf Zugriff am 21.11.2011

texte zu den drei ‚Vorschlägen für Verordnungen‘: Ratsdokumente 16748/1/09⁵⁰; 16749/09⁵¹; 16751/1/09⁵². Teil der Analyse wird es sein, die Veränderungen in den Kompromisstexten hervorzuheben und darzustellen, inwiefern diese in die endgültige Verordnung eingeflossen sind.

- Die zentralen Dokumente dieses Kapitels stellen die drei endgültigen Verordnungen dar. Diese wurden am 24. November 2010, also rund ein Jahr nach den ‚Vorschlägen für Verordnungen‘, vom Europäischen Parlament und vom Rat, nach Stellungnahmen der Europäischen Zentralbank und des ‚Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses‘ beschlossen und im Amtsblatt der EU veröffentlicht:
 - Verordnung (EU) Nr. 1093/2010⁵³ für die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) mit Sitz in London
 - Verordnung (EU) Nr. 1094/2010⁵⁴ für die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersvorsorge (EIOPA) mit Sitz in Frankfurt am Main
 - Verordnung (EU) Nr. 1095/2010⁵⁵ für die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) mit Sitz in Paris

⁵⁰ Ratsdokument 16748/1/09: Kompromisstext der KOM (2009) 501. Abrufbar unter <http://register.consilium.europa.eu/pdf/de/09/st16/st16748-re01.de09.pdf> Zugriff am 21.11.2011

⁵¹ Ratsdokument 16749/09: Kompromisstext der KOM (2009) 502. Abrufbar unter <http://register.consilium.europa.eu/pdf/de/09/st16/st16749-re01.de09.pdf> Zugriff am 21.11.2011

⁵² Ratsdokument 16751/1/09: Kompromisstext der KOM (2009) 503. Abrufbar unter <http://register.consilium.europa.eu/pdf/de/09/st16/st16751-re01.de09.pdf> Zugriff am 21.11.2011

⁵³ Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 Des Europäischen Parlaments und des Rates zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/78/EG der Kommission: Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0012:0047:DE:PDF> Zugriff am 18.11.2011

⁵⁴ Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 Des Europäischen Parlaments und des Rates zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/79/EG der Kommission: Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0048:0083:DE:PDF> Zugriff am 21.11.2011

⁵⁵ Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 Des Europäischen Parlaments und des Rates zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission: Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0049:0083:DE:PDF> Zugriff am 21.11.2011

Einerseits werden in diesem Kapitel die zentralen Elemente der Verordnungen deskriptiv dargestellt, um das ‚Europäische System für die Finanzaufsicht‘ zu beleuchten. Andererseits werden die Abweichungen zwischen den unterschiedlichen Dokumenten (*Verordnungsentwürfe*, *Kompromisstexte*, *Verordnungen*) analytisch herausgearbeitet und bewertet. Anhand dessen sollen Modifikationen und mögliche Aufweichungen erörtert werden, die im Laufe der Entscheidungsfindung in die Verordnungen eingeflossen sind. Abschließend soll, unter Zuhilfenahme von Sekundärliteratur, eine Bewertung der bisherigen Schritte stattfinden.

Begriffsbestimmungen:

- „Behörde(n)“ bezieht sich auf die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (ESA)
- mit „zuständige Behörden“ sind unter anderem die nationalen Aufsichtsbehörden gemeint (eine genaue Definition ist in Art. 4, Abs. 2 der Verordnungen zu finden).

3.1.1 Errichtung und Rechtsstellung

Mit den Verordnungen 1093+1094+1095/2010/EU (im Folgenden ‚ESA-VO‘) vom 24. November 2010 wurden die ‚Europäische Bankenaufsichtsbehörde‘ (*European Banking Authority*, EBA), die ‚Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersvorsorge‘ (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA) und die ‚Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde‘ (*European Securities and Markets Authority*, ESMA), gegründet. Der rechtliche Rahmen wird in der Richtlinie 2010/78/EU⁵⁶, ebenfalls vom 24. November 2010, abgesteckt.

Die Verordnungen basieren auf den ‚Vorschlägen für Verordnungen‘ des Europäischen Parlaments und des Rates, die am 23. September 2009, also rund ein Jahr vor in Kraft treten der Verordnungen, veröffentlicht wurden: KOM (2009) 501+502+503 (im Folgenden ‚ESA-VO-Entwürfe‘). Diese Vorschläge wiederum wurden bei einer Tagung des ‚Rats der Europäischen Union‘ diskutiert und als Kompromisstexte veröffentlicht:

eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0084:0119:DE:PDF Zugriff am 21.11.2011

⁵⁶ Richtlinie 2010/78/EU: Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0120:0161:DE:PDF> Zugriff am 18.11.2011

Ratsdokumente 16748+16749+16751/09 (im Folgenden „ESA-VO-Kompromisstexte“).

Ziel der neu gegründeten Behörden (ESA) ist es, zur kurz-, mittel-, und langfristigen Stabilität und Effektivität des Finanzsystems beizutragen, um dadurch das öffentliche Interesse zu schützen. Zu Folgendem sollen sie beitragen:

- Verbesserung des Funktionierens des Binnenmarkts durch eine solide, wirksame und kohärente Regulierung und Überwachung
- Gewährleistung der Integrität, Transparenz, Effizienz und des ordnungsgemäßen Funktionierens der Finanzmärkte
- Ausbau der internationalen Koordination der Aufsicht
- Verhinderung von Aufsichtstarbitrage und Förderung gleicher Wettbewerbsbedingungen
- Gewährleistung, dass die Übernahme von Kredit- und anderen Risiken angemessen reguliert und beaufsichtigt wird
- Verbesserung des VerbraucherInnenschutzes

(ESA-VO: Art. 1, Abs. 5, a-f)

Insgesamt sollen die Behörden überdies eine Angleichung der Aufsicht fördern, Stellungnahmen für das Europäische Parlament, den Rat sowie die Kommission abgeben und wirtschaftliche Analysen der Märkte durchführen. Sie sind in das ‚Europäische System der Finanzaufsicht‘ (ESFS) eingebunden und arbeiten eng mit dem ‚Europäischen Ausschuss für Systemrisiken‘ (ESRB) zusammen (ESA-VO: Art. 2, Abs. 1-3).

3.1.2 Organisation

Rat der AufseherInnen

Der Rat der AufseherInnen besteht aus

- dem/der nicht stimmberechtigten Vorsitzenden,
- dem/der LeiterIn der/die für die Beaufsichtigung von Kreditinstituten (EBA), FinanzmarktteilnehmerInnen (ESMA), Finanzinstituten (EIOPA) zuständigen nationalen Behörde jedes Mitgliedsstaats, der mindestens zweimal im Jahr persönlich erscheint,
- einem/r nicht stimmberechtigten VertreterIn der Kommission,

- einem/r nicht stimmberechtigten VertreterIn der EZB (*nur EBA*),
- einem/r nicht stimmberechtigten VertreterIn des ESRB,
- je einem/r nicht stimmberechtigten VertreterIn der beiden anderen Europäischen Aufsichtsbehörden.

ESA-VO: Art. 40, Abs. 1, a-e/f

Der Rat der AufseherInnen ist für die Behörden von zentraler Bedeutung. Er gibt die Leitlinien für die Arbeiten der Behörden vor und erlässt die in ‚Kapitel II‘ (ESA-VO) genannten Beschlüsse, Stellungnahmen, Empfehlungen und Ratschläge (ESA-VO: Art. 43). Zudem kommt ihm die Aufgabe zu, das Arbeitsprogramm der jeweiligen Behörde festzulegen und es an das EP, die Kommission und den Rat zu übermitteln und zu veröffentlichen. Der Rat der AufseherInnen beschließt überdies das mehrjährige Arbeitsprogramm der Behörde und den Haushaltsplan (ESA-VO: Art. 43). Den Verordnungen nach wird großen Wert auf die Unabhängigkeit gelegt, weshalb die Arbeitsweise unabhängig und objektiv im allgemeinen Interesse der Union als Ganzes gestaltet sein sollte (ESA-VO: Art. 42). Dennoch sollten mindestens zweimal jährliche Sitzungen mit den Interessengruppen ‚Bankensektor‘ (EBA) / ‚Wertpapiere und Wertpapiermärkte‘ (ESMA) organisiert werden (ESA-VO: Art. 40, Abs. 2). Um seinen Aufgaben nachzukommen, kann der Rat der AufseherInnen interne Ausschüsse und Gremien einsetzen, um beispielsweise bei Meinungsverschiedenheiten zwischen den zuständigen Behörden zu vermitteln. Die Ausschüsse und Gremien sollten nach Möglichkeit unparteiisch sein (ESA-VO: Art. 41). Grundsätzlich werden Beschlüsse im Rat der AufseherInnen mit einfacher Mehrheit getroffen, wobei jedes Mitglied über eine Stimme verfügt. Eine Ausnahme bilden die ESA-VO: Art. 10-16⁵⁷, da es hier einer qualifizierten Mehrheit bedarf (ESA-VO: Art. 44, Abs. 1-4).

Verwaltungsrat

Der Verwaltungsrat besteht aus dem/der Vorsitzenden sowie sechs weiteren Mitgliedern, die von den stimmberechtigten Mitgliedern des Rates der AufseherInnen gewählt werden. Jedes Mitglied verfügt über

⁵⁷ Darunter fallen technische Regulierungsstandards (Art. 10), Ausübung der Befugnisübertragung (Art. 11), Widerruf der Befugnisübertragung (Art. 12), Einwände gegen technische Regulierungsstandards (Art. 13), Nichtannahme oder Änderungen des Entwurfs eines technischen Regulierungsstandards (Art. 14), technische Durchführungsstandards (Art. 15) und Leitlinien und Empfehlungen (Art. 16).

eine Stimme und Beschlüsse werden mit einfacher Mehrheit gefasst. Er kommt mindestens fünfmal jährlich zusammen, in jedem Fall vor Sitzungen des Rats der AufseherInnen (ESA-VO: Art. 45, Abs. 1-4).

Der Verwaltungsrat hat die Aufgabe, zu gewährleisten, dass die Behörde ihren Auftrag erfüllt, der ihr durch die Verordnung zugewiesen wurde. Hierzu schlägt der Verwaltungsrat dem Rat der AufseherInnen das Jahresprogramm und das mehrjährige Arbeitsprogramm sowie den Jahresbericht vor. Ferner übernimmt der Verwaltungsrat die Personalplanung der Behörde und bestellt und entlässt die Mitglieder des Beschwerdeausschusses (ESA-VO: Art. 47, Abs. 1-8).

VorsitzendeR

Der/die Vorsitzende vertritt die Behörde nach außen, leitet jedoch auch die Sitzungen des Rates der AufseherInnen. Er/sie wird vom Rat der AufseherInnen aufgrund seiner/ihrer Verdienste, Kompetenzen und Erfahrungen im Anschluss an ein offenes Auswahlverfahren ernannt. Die Amtszeit beträgt fünf Jahre und kann durch den Rat der AufseherInnen und das Europäische Parlament einmal verlängert werden. Eine etwaige Enthebung ist nur durch das Europäische Parlament möglich, nicht jedoch durch innerbehördliche Beschlüsse (ESA-VO: Art. 48, Abs. 1-5). Der/die Vorsitzende steht in engem Kontakt zum EP und stellt sich den Fragen dessen Mitgliedern (ESA-VO: Art. 50, Abs. 1-2).

ExekutivdirektorIn

Der/die ExekutivdirektorIn wird nach den gleichen Bestimmungen ernannt, die für den/die VorsitzendeN gelten (ESA-VO: Art. 51, Abs. 2). Die Amtszeit beträgt ebenfalls fünf Jahre und kann einmal verlängert werden.

Der/die ExekutivdirektorIn ist für die Leitung der Behörde verantwortlich und bereitet die Arbeiten des Verwaltungsrats vor. Dementsprechend ist er/sie für die Durchführung des Jahresprogramms verantwortlich, trifft alle erforderlichen Maßnahmen und erlässt interne Verwaltungsanweisungen und veröffentlicht Mitteilungen, um das Funktionieren gemäß der Verordnung zu gewährleisten (der Rat der AufseherInnen übernimmt eine Lenkungsfunktion und der Verwaltungsrat übt die Kontrolle aus) (ESA-VO: Art. 53, Abs. 1-3). Darüber hinaus ist der/die ExekutivdirektorIn bei der Ausarbeitung des (mehrjährigen) Arbeitspro-

gramms und des Haushaltsplans beteiligt und hilft bei der Regelung von Personalangelegenheiten (ESA-VO: Art. 53, Abs. 4-8).

Die Organisation der Behörden wurde ohne große Änderungen aus den Verordnungs-Entwürfen übernommen.

3.1.3 Aufgaben und Befugnisse der Behörden

„Kapitel II“ der Verordnungen definiert die Aufgaben und Befugnisse der ESA, die sich wie folgt zusammenfassen lassen:

- Die Behörden leisten einen Beitrag zur Festlegung qualitativ hochwertiger gemeinsamer Regulierungs- und Aufsichtsstandards und -praktiken. Eine zentrale Aufgabe ist das Verfassen von Stellungnahmen, Leitlinien, Empfehlungen und Entwürfen für die Organe der Union.
- Die Behörden sollen eine gemeinsame Aufsichtskultur schaffen, die eine kohärente, effiziente und wirksame Anwendung der erlassenen Maßnahmen fördert. Überdies sollen sie Aufsichtsarbitrage verhindern und bei Meinungsverschiedenheiten zwischen nationalen Aufsichtsbehörden vermitteln. Besonders in Krisensituationen sollen sie ein kohärentes Vorgehen und Funktionieren der Aufsichtskollegien sicherstellen.
- Die Behörden sollen Aufgaben und Zuständigkeiten an die zuständigen Behörden delegieren.
- Für den ESRB stellen sie eine wichtigen Schnittstelle dar, um durch die Weitergabe von Informationen die Erfüllung der Aufgaben des ESRB zu ermöglichen.
- Die Behörden sollen vergleichende Analysen (*Peer Reviews*) der zuständigen Behörden organisieren und durchführen. Mit der Herausgabe von Leitlinien und Empfehlungen, sowie der Bestimmung vorbildlicher Vorgehensweisen, sollen sie die Kohärenz der Aufsicht stärken.
- Die Behörden sollen Marktentwicklungen in ihrem Zuständigkeitsbereich überwachen und bewerten.
- Sie werden wirtschaftliche Analysen durchführen und Informationen sammeln, die sie zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben benötigen.

- Förderung des AnlegerInnen- und AnlegerInnenschutzes (*neu*⁵⁸).
- Die Behörden soll zur einheitlichen und kohärenten Funktionsweise der Aufsichtskollegien, zur Überwachung, Bewertung und Messung, zur Entwicklung und Koordinierung von Sanierungs- und Abwicklungsplänen beitragen (*neu*).
- Um sicherzustellen, dass Informationen der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden, soll die Behörde auf ihrer Webseite Informationen veröffentlichen (*neu*).
- Die Behörden sollen gegebenenfalls sämtliche Aufgaben der bisherigen Ausschüsse (CEBS; CEIOPS, CESR) übernehmen (*neu*).

ESA-VO: Art. 8, Abs. 1, a-l

Um diese Aufgaben erfüllen zu können, werden die Behörden mit verschiedenen Befugnissen ausgestattet. Dazu zählen insbesondere die Befugnisse

- zur Entwicklung von Entwürfen technischer Regulierungsstandards;
- zur Entwicklung von technischen Durchführungsstandards;
- zur Herausgabe von Leitlinien und Empfehlungen;
- zur Abgabe von Empfehlungen;
- zum Erlass von an die zuständigen Behörden gerichteten Beschlüssen;
- zum Erlass von an Finanzinstitute gerichtete Beschlüsse, in Fällen, die unmittelbares Unionsrecht betreffen;
- zur Abgabe von Stellungnahmen für das Europäische Parlament, den Rat und die Kommission;
- zur Einholung der erforderlichen Informationen zu Finanzinstituten;
- zur Entwicklung gemeinsamer Methoden zur Bewertung der Wirkung von Produktmerkmalen und Verteilungsprozessen auf die Finanzlage der Institute und den VerbraucherInnenschutz;
- zu Bereitsstellung einer zentral zugänglichen Datenbank der registrierten Finanzinstitute in ihrem Zuständigkeitsbereich.

ESA-VO: Art. 8, Abs. 2, a-j

⁵⁸ „neu“ bedeutet, dass dieser Punkt im VO-Entwurf noch nicht vorhanden war.

In den VO-Entwürfen findet sich im ‚Kapitel II‘ (Aufgaben und Befugnisse der Behörde) ein weiterer Absatz:

Die Behörde wird sämtliche exklusiven Aufsichtsbefugnisse für gemeinschaftsweit tätige Institute oder Wirtschaftstätigkeiten mit gemeinschaftsweiter Tragweite wahrnehmen, für die sie im Sinne der in Art. 1 Abs. 2 genannten Rechtsvorschriften zuständig ist (VO-Entwurf: Art. 6, Abs. 3).

Dieser Absatz wurde während der Tagung des ‚Rates für Wirtschaft und Finanzen‘ (ECOFIN) am 2. Dezember 2009 im Kompromissvorschlag ersatzlos gestrichen und ist in der endgültigen Verordnung ebenso wenig zu finden. Dies kommt einer Aufweichung der Aufsichtsbefugnisse der ESA gleich, da dieser Schritt tiefgreifende Veränderungen bedeutet hätte. Die Gruppe um de Larosière hatte zu einer exklusiven Aufsichts-befugnis noch vor Entwicklung des VO-Entwurfs Bedenken geäußert:

Hinsichtlich des oftmals vorgebrachten Gedankens, dass sämtliche Aufsichtstätigkeiten für grenzübergreifend tätige Institute europaweit gebündelt werden sollten, vertritt die Gruppe den Standpunkt, dass auf dieses Thema erst bei Bestehen unwiderlegbarer Argumente eingegangen werden sollte. Die durch diesen Vorschlag verursachten komplexen Strukturen und Kosten (...), seine politischen Auswirkungen und die Schwierigkeit bei der Lösung einer grenzübergreifenden Lastenteilung sind dergestalt, dass die Gruppe Zweifel an seiner Umsetzung zum gegenwärtigen Zeitpunkt hegt (De-Larosière-Bericht 2009: Abs. 218).

*Aufgaben im Zusammenhang mit dem VerbraucherInnenschutz und mit Finanztätigkeiten*⁵⁹

Die Verordnungen sehen vor, dass die Behörden die Transparenz, Einfachheit und Fairness von Finanzprodukten und -dienstleistungen in der EU fördern sollen. Hierzu sollen sie VerbraucherInnentrends erfassen und analysieren, Wissen und Bildung über Finanzfragen vermitteln, Ausbildungsstandards für die Wirtschaft entwickeln und sich für allgemeine Offenlegungsstandards einsetzen (ESA-VO: Art. 9, Abs. 1, a-d). Zudem werden die Behörden Finanztätigkeiten überwachen sowie einen eigenen Ausschuss einrichten, der sich, zusammen mit den nationalen

⁵⁹ Dieser Artikel kommt weder in den VO-Entwürfen noch in den VO-Kompromisstexten vor.

Aufsichtsbehörden, mit Finanzinnovationen auseinandersetzt und eine koordinierte Herangehensweise fördert. Im Falle einer Gefährdung der Stabilität des Finanzsystems, können bestimmte Finanztätigkeiten vorübergehend verboten oder beschränkt werden. Ein dauerhaftes Verbot, bzw. eine dauerhafte Beschränkung ist jedoch nur in Kooperation mit der Kommission möglich (ESA-VO: Art. 9, Abs. 2-5).

Technische Regulierungsstandards

Technische Regulierungsstandards sind bereits Gegenstand der VO-Entwürfe, jedoch in vergleichsweise rudimentärer Form. In den Kompromisstexten sind zahlreiche Ergänzungen auszumachen, die in den entgeltigen Verordnungen durch weitere Details ergänzt wurden. Sowohl in den VO-Entwürfen als auch in den Kompromisstexten heißt es: „Die Behörde kann technische Standards für die in den Rechtsvorschriften in Art. 1 Abs. 2 genannten Bereichen entwickeln“ (jeweils Art. 7, Abs. 1). Dies wurde in den Verordnungen wie folgt geändert: „Übertragen das Europäische Parlament und der Rat der Kommission die Befugnis, gemäß Art. 290 AEUV technische Regulierungsstandards mittels delegierter Rechtsakte zu erlassen, (...) so kann die Behörde Entwürfe technischer Regulierungsstandards erstellen“ (Art. 10, Abs. 1). Diese Befugnisübertragung kann vom EP oder vom Rat jederzeit widerrufen werden (Art. 12, Abs. 1). Zudem wird in den Kompromisstexten darauf hingewiesen, dass es sich um Regulierungsstandards technischer Art handelt und diese keine strategischen oder politischen Entscheidungen beinhalten sollen (ESA-Kompromisstexte: Art. 7, Abs. 1; ESA-VO: Art. 10, Abs. 1).

Bevor die Behörden der Kommission Entwürfe technischer Regulierungsstandards übermitteln, führen diese ‚offene öffentliche‘ Anhörungen durch und holen Stellungnahmen der betroffenen Interessengruppen ein (siehe auch ESA-VO: Art. 37). Zudem sollen sie Analysen zu den potenziell anfallenden Kosten und Nutzen erstellen. Die in diesem Absatz genannten Schritte können ausgelassen werden, wenn besondere Dringlichkeit vorliegt oder der Aufwand nicht im Verhältnis zum Anwendungsbereich und zu den Auswirkungen steht (ESA-VO: Art. 10, Abs. 1).

Wurde ein Entwurf eines technischen Regulierungsstandards der Kommission vorgelegt, hat diese drei Monate Zeit, ihn zu billigen oder abzu-

lehnen. Beabsichtigt die Kommission, den Entwurf nicht, nur teilweise oder mit Änderungen zu billigen, sendet sie den Entwurf an die entsprechende Behörde zurück und erläutert die Entscheidung (siehe auch ESA-VO: Art. 13+14). Die Behörde hat nun sechs Wochen Zeit, um den Entwurf erneut vorzulegen. Änderungen durch die Kommission müssen den Behörden mitgeteilt werden, allerdings haben diese kein Vetorecht, weshalb die Kommission technische Regulierungsstandards auch ohne Zustimmung der Behörden in Form von Verordnungen oder Beschlüssen erlassen können (ESA-VO: Art. 10, Abs. 1-3).

Technische Durchführungsstandards

Für technische Durchführungsstandards (VO: Art. 15) bedarf es keiner Befugnisübertragung durch das Europäische Parlament und den Rat der Kommission. Dies ist jedoch der einzige Unterschied zu technischen Regulierungsstandards, weshalb die Details (die jenen des Art. 10 entsprechen) nicht erneut dargelegt werden.

Leitlinien und Empfehlungen

Um kohärente, effiziente und wirksame Aufsichtspraktiken zu schaffen, sehen die Verordnungen die Herausgabe von Leitlinien und Empfehlungen durch die ESA vor. Hierzu sollen öffentliche Anhörungen stattfinden und Stellungnahmen der betroffenen Interessensgruppen eingeholt werden (ESA-VO: Art. 16, Abs. 1-2). Die zuständigen Behörden und Finanzinstitute werden dazu angehalten, alle erforderlichen Anstrengungen zu unternehmen, um den Leitlinien und Empfehlungen nachzukommen. Zwei Monate nach Herausgabe einer Leitlinie oder Empfehlung bestätigt jede zuständige Behörde, ob sie dieser Leitlinie oder Empfehlung nachkommt oder nachzukommen gedenkt. Im Falle einer Ablehnung sind die Gründe dafür mitzuteilen (ESA-VO: Art. 16, Abs. 3). Aufgabe der Behörden ist es dann, das EP, den Rat und die Kommission zu informieren, welche Leitlinien und Empfehlungen herausgegeben wurden und welche zuständigen Behörden diesen nicht nachgekommen sind (ESA-VO: Art. 16, Abs. 4). Diese in den Verordnungen angeführten Punkte entsprechen weitgehend dem Rahmen, der durch die VO-Entwürfe vorgegeben wurde, obgleich einige Details hinzugefügt wurden (ESA-VO-Entwurf: Art. 8).

Verletzung von Unionsrecht

Kommt es zu einer Verletzung des Unionsrechts durch eine zuständige Behörde, stehen den Behörden unterschiedliche Befugnisse zu:

- Einforderung aller Informationen, die die Behörden für eine Untersuchung als erforderlich betrachten
- in einer Empfehlung können die Behörden mitteilen, welche Maßnahmen zur Einhaltung des Unionsrechts getroffen werden müssen; die zuständige Behörde hat zehn Arbeitstage Zeit, um Stellung zu beziehen
- sollte es nach einer förmlichen Stellungnahme durch die Kommission weiterhin zur Verletzung von Unionsrecht kommen, so sehen die Verordnungen vor, dass ein an ein Finanzinstitut oder an einen Finanzmarktteilnehmer gerichteter Beschluss erlassen werden kann, der diese zum Ergreifen von Maßnahmen verpflichtet

ESA-VO: Art. 17, Abs. 1-6

Maßnahmen im Krisenfall

Im Falle ungünstiger Entwicklungen, die die Stabilität des Finanzsystems gefährden, können die Behörden sämtliche Maßnahmen der zuständigen Behörden aktiv erleichtern und diese koordinieren (ESA-VO: Art. 18, Abs. 1). Sind der ESRB oder eine der Behörden der Meinung, dass sich eine Krisensituation abzeichnet, unterrichten sie unverzüglich den Rat, welcher darüber entscheidet, ob tatsächlich eine Krisensituation vorliegt. (ESA-VO: Art. 18, Abs. 2).

Wurden außergewöhnliche Umstände durch den Rat bestätigt, die ein koordiniertes Vorgehen der nationalen Behörden erfordern, können die Behörden Beschlüsse erlassen, die die zuständigen Behörden dazu verpflichten, entsprechenden Maßnahmen zu setzen (Art. 18, Abs. 3). Sollten sich die nationalen Behörden über die verpflichtenden Maßnahmen hinwegsetzen, so sahen die Verordnungsentwürfe Einzelentscheidungen an Finanzinstitute vor, die diese zur Einleitung von Maßnahmen verpflichten (ESA-VO-Entwürfe: Art. 10, Abs. 3). Dieser Absatz wurde bei der Tagung des Rats für Wirtschaft und Finanzen am 2. Dezember 2009 in den Kompromisstexten ersatzlos gestrichen (Art. 10, Abs. 3), was einer Aufweichung der VO-Entwürfe gleich gekommen wäre. In die endgültigen Verordnungen wurde der Absatz hingegen wieder aufgenommen, wenn auch modifiziert. So sind Einzelentscheidungen für

Finanzinstitute nur dann zulässig, wenn die zuständige Behörde eindeutig gegen (in ESA-VO: Art. 18, Abs. 4 definierte) Rechtsakte verstößt und ein Einschreiten dringend erforderlich ist, um das ordnungsgemäße Funktionieren und die Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems wiederherzustellen (ESA-VO: Art. 18, Abs. 4).

Beilegung von Meinungsverschiedenheiten zwischen zuständigen Behörden in grenzübergreifenden Fällen

Im Falle von Meinungsverschiedenheiten zwischen zuständigen Behörden, können die Behörden dabei helfen, eine Einigung zu erzielen (ESA-VO: Art. 19, Abs. 1). In einem ersten Schritt können die Behörden eine Frist für die Schlichtung setzen und nehmen eine vermittelnde Rolle ein. Erzielen die zuständigen Behörden keine Einigung, können die Behörden einen Beschluss mit verbindlicher Wirkung an die betreffende zuständige Behörde richten, um die Einhaltung des Unionrechts zu gewährleisten (ESA-VO: Art. 19, Abs. 3). Sollte die zuständige Behörde dem Beschluss nicht nachkommen, können die Behörden einen Beschluss direkt an das betreffende, grenzübergreifend tätige Finanzinstitut richten (ESA-VO: Art. 19, Abs. 4). Absatz 4 wurde in den Kompromisstexten des Rats für Wirtschaft und Finanzen gestrichen. Er wurde jedoch wieder, im Vergleich zu den Verordnungs-Entwürfen weitgehend unverändert, in die endgültigen Verordnungen aufgenommen (vgl. ESA-VO-Entwürfe und ESA-Kompromisstexte: Art. 11, Abs 4;).

Sonstige Aufgaben und Befugnisse der Behörden

Gemeinsam mit dem ESRB entwickeln die Behörden Kriterien für die Ermittlung und Messung eines Systemrisikos und ein geeignetes Verfahren für die Durchführung von Stresstests. Mit letzteren soll beurteilt werden können, welches Risiko von bestimmten Finanzinstituten ausgeht. Unter Umständen sind sie dann Gegenstand einer verschärften Aufsicht (ESA-VO: Art. 23, Abs. 1).

Um im Falle einer Insolvenz die systemischen Auswirkungen zu minimieren, tragen die Behörden dazu bei, wirksame und kohärente Sanierungs- und Abwicklungsverfahren zu entwickeln und aufeinander abzustimmen (ESA-VO: Art. 25, Abs. 1; Art. 27). Dieser Artikel spricht die Problematik des „too big to fail“ zwar nicht explizit an, erkennt jedoch die Gefahr der hohen Vernetztheit der Finanzmarktteilnehmer unterei-

nander. Inwiefern auf diese Problematik die richtigen Antworten gefunden werden können, wird sich erst erweisen.

Bei der Schaffung einer gemeinsamen Aufsichtskultur spielen die Behörden eine zentrale Rolle. Sie fördern den bi- und multinationalen Informationsaustausch, tragen zur Entwicklung einheitlicher Aufsichtsstandards, Berichterstattungsstandards und Rechnungslegungsstandards bei und überprüfen die von der Kommission festgelegten technischen Regulierungs- und Durchführungsstandards (ESA-VO: Art. 29, Abs. 1-2).

Besonders bei ungünstigen Entwicklungen auf den Finanzmärkten, kommt den Behörden eine koordinierende Rolle zu. Um ein abgestimmtes Vorgehen auf Unionsebene zu fördern, sollen sie den Informationsaustausch zwischen den zuständigen Behörden erleichtern, eine nicht bindende Vermittlertätigkeit wahrnehmen, den ESRB auf jeden potenziellen Krisenfall aufmerksam machen, sämtliche erforderliche Maßnahmen ergreifen und Informationen zentralisieren und den zuständigen Behörden zur Verfügung stellen (ESA-VO: Art. 31, Abs. 1, a-f).

Eine weitere Aufgabe der Behörden wird es sein, aktuelle Marktentwicklungen zu bewerten und erforderlichenfalls den ESRB, das EP und die Kommission über potenzielle Risiken und Schwachstellen zu informieren. Überdies initiieren und koordinieren die Behörden in Zusammenarbeit mit dem ESRB unionsweite Bewertungen der Widerstandsfähigkeit von Finanzinstituten bei ungünstigen Marktentwicklungen (ESA-VO: Art. 32, Abs. 1+2).

3.1.4 Gemeinsame Gremien der Europäischen Aufsichtsbehörden

Gemeinsamer Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden

Der Gemeinsame Ausschuss ist für die Zusammenarbeit der drei Europäischen Behörden von zentraler Bedeutung. Er dient als Forum und soll der sektorübergreifenden Abstimmung dienen. Mit folgenden Bereichen wurde er betraut:⁶⁰

⁶⁰ Diese wurden erstmals in den Verordnungen angeführt und wurden in den Verordnungs-Entwürfen nicht näher definiert

- Finanzkonglomerate
- Rechnungslegung und Rechnungsprüfung
- mikroprudentielle Analysen sektorübergreifender Entwicklungen, Risiken und Schwachstellen für die Finanzstabilität
- Anlageprodukte für KleinanlegerInnen
- Maßnahmen zur Bekämpfung der Geldwäsche
- Informationsaustausch mit dem ESRB sowie Ausbau der Beziehungen zwischen dem ESRB und den ESA

ESA-VO: Art. 54, Abs. 2

Der Gemeinsame Ausschuss setzt sich aus den Vorsitzenden der Behörden (ESA) zusammen. Der/die ExekutivdirektorIn, einE VertreterIn der Kommission und des ESRB sind als BeobachterInnen zugelassen. Der/die Vorsitzende des Ausschusses wechselt jährlich und wird aus den Reihen der ESA-Vorsitzenden ernannt (ESA-VO: Art. 55, Abs. 1-3). Mindestens alle zwei Monate tritt der Gemeinsame Ausschuss zusammen (ESA-VO: Abs. 5). Um gemeinsame Positionen und Maßnahmen auszuarbeiten, kann der Ausschuss weitere Unterausschüsse einrichten, und diese mit verschiedenen Aufgaben betrauen (ESA-VO: Art. 56+57).

Beschwerdeausschuss

Der Beschwerdeausschuss ist ein weiteres Gremium der ESA und besteht aus sechs Mitgliedern und sechs stellvertretenden Mitgliedern. Laut Verordnungen müssen diese einen ausgezeichneten Ruf genießen und nachweislich einschlägige Kenntnisse und Erfahrungen in den Sektoren Banken, Versicherungen, betriebliche Altersvorsorge und Wertpapiere vorweisen. Die Mitglieder dürfen nicht zum aktuellen Personal der zuständigen Behörden oder anderer nationaler Einrichtungen oder Einrichtungen der Europäischen Union gehören, die an den Tätigkeiten der Behörden beteiligt sind. Den/die VorsitzendeN ernennt der Beschwerdeausschuss selbst. Die Amtszeit der Mitglieder beträgt fünf Jahre und kann einmal verlängert werden (ESA-VO: Art. 58, Abs. 1-4).

Um eine möglichst hohe Unabhängigkeit und Unparteilichkeit zu erreichen, sind die Mitglieder an keinerlei Weisungen gebunden und dürfen keine anderen Aufgaben für die Behörden, den Verwaltungsrat oder den Rat der AufseherInnen wahrnehmen. Sollte ein Verfahren die persönlichen Interessen eines Mitglieds berühren oder sollte das Mitglied im

Verfahren beteiligt gewesen sein, gegen das Beschwerde eingelegt wird, so darf es nicht am Beschwerdeverfahren mitwirken. Eine Ablehnung aufgrund der Staatsangehörigkeit ist jedoch nicht zulässig (ESA-VO: Art. 59, Abs. 1-4).

3.2 Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (ESRB)

Gemeinsam mit den drei Europäischen Behörden, dem Gemeinsamen Ausschuss und den zuständigen Behörden bildet der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (*European Systemic Risk Board*, ESRB) das Europäische Finanzaufsichtssystem (ESFS). Angesichts der engen Verknüpfungen zur EZB ist es wenig überraschend, dass Frankfurt am Main als Standort gewählt wurde. Die Gründung des ESRB wurde bereits in den Empfehlungen des De-Larosière-Berichts nahegelegt, damals jedoch unter der Bezeichnung *European Systemic Risk Board* (ESRB). Im Gegensatz zu den ESA, die die mikroprudenzielle Aufsicht inne haben, besteht die Aufgabe des ESRB darin, die Systemrisiken zu überwachen und zu bewerten. Dadurch soll die Widerstandsfähigkeit und die Stabilität des Finanzsystems gesteigert werden und das Ausfallrisiko systemisch relevanter Akteure verringert werden (KOM 2009/114: 6f; ESRB-VO: 1092/2010, Abs. 10). Zudem kritisiert die Kommission die Aufsichtsmodelle mit einzelstaatlicher Grundlage, da diese den aktuellen Entwicklungen mit immer mehr grenzüberschreitend tätigen Banken und Versicherungen nicht gerecht werden. Besonders die bisher zersplitterte Zuständigkeit für die makroaufsichtliche Analyse, die von mehreren Behörden auf unterschiedlichen Ebenen wahrgenommen wird und Risiken auf Makroebene nicht adäquat erkennen konnte, wird in der Verordnung (ESRB-VO: Abs. 11) angesprochen.

Im Folgenden soll der Entstehungsprozess des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) eingehend analysiert werden. Die Grundlage der Analyse bilden die folgenden Dokumente:

- Am 23. September veröffentlichte das Europäische Parlament und der Rat einen Vorschlag für eine Verordnung, die die Bildung des

ESRB beinhaltet: KOM 2009/499⁶¹ (im Folgenden „ESRB-Entwurf“)

- Am 21. Oktober 2009 veröffentlichte der Rat für Wirtschaft und Finanzen (ECOFIN) einen Kompromisstext des oben genannten Vorschlags für eine Verordnung: Ratsdokument 14491/1/09⁶² (im Folgenden „ESRB-Kompromisstext“). Teil der Analyse wird es sein, die Veränderungen im Kompromisstext hervorzuheben und darzustellen, inwiefern diese in die endgültige Verordnung eingeflossen sind.
- Das zentrale Dokument dieses Kapitels stellt die Verordnung dar, die am 24. November 2010, gemeinsam mit den Vorordnungen für die ESA, veröffentlicht wurde: Verordnung (EU) Nr. 1092/2010⁶³ (im Folgenden „ESRB-VO“)

Einerseits sollen in diesem Kapitel die wichtigsten Elemente der Verordnung deskriptiv dargestellt werden, um den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken zu beleuchten. Andererseits werden die Abweichungen zwischen den Dokumenten analytisch herausgearbeitet und bewertet. Anhand dessen sollen Modifikationen und mögliche Abweichungen erörtert werden, die im Laufe der Entscheidungsfindung eingeflossen sind. Abschließend soll, unter Zuhilfenahme von Sekundärliteratur, eine Bewertung der bisherigen Schritte abgegeben werden.

3.2.1 Organisation

Struktur

Der ESRB verfügt über einen Verwaltungsrat, einen Lenkungsausschuss, ein Sekretariat, einen Beratenden Wissenschaftlichen Ausschuss

⁶¹ KOM (2009) 499 endgültig: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die gemeinschaftliche Finanzaufsicht auf Makroebene und zur Einsetzung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken. Abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0499:FIN:DE:PDF> Zugriff am 7.12.2011

⁶² Ratsdokument 14491/1/09 Kompromisstext der KOM (2009) 499. Abrufbar unter <http://register.consilium.europa.eu/pdf/de/09/st14/st14491-re01.de09.pdf> Zugriff am 7.12.2011

⁶³ Verordnung (EU) 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken. Abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0001:0011:DE:PDF> Zugriff am 7.12.2011

und einen Beratenden Ausschuss. Der Verwaltungsrat ist für die Vorkehrungen zuständig, die zur Erfüllung der Aufgaben des ESRB getroffen werden müssen. Der Lenkungsausschuss bereitet die Sitzungen des Verwaltungsrates vor, unterstützt diesen, prüft die zu erörternden Unterlagen und überwacht die laufende Arbeit des ESRB. Das Sekretariat soll hochwertige, analytische, statistische, administrative und logistische Unterstützung leisten und zieht dazu die Beratung durch die ESA, die nationalen Zentralbanken und die nationalen Aufsichtsbehörden hinzu. Der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss und der Beratende Fachausschuss stehen dem ESRB beratend und unterstützend zur Seite (ESRB-VO: Art. 4, Abs. 1-5).

VorsitzendeR und stellvertretende Vorsitzende des ESRB

Für die ersten fünf Jahre wird der/die PräsidentIn der EZB den Vorsitz übernehmen (ESRB-VO: Art. 5, Abs. 1). Bis Ende 2013 wird das EP und der Rat die Modalitäten für die Benennung oder Wahl des/der Vorsitzenden überprüfen und gegebenenfalls ändern (ESRB-VO: Art. 20)⁶⁴. Der/die erste stellvertretende Vorsitzende wird aus den Mitgliedern des Erweiterten Rates der EZB für eine Amtszeit von fünf Jahren gewählt, welche einmalig um die gleiche Zeitspanne durch Wiederwahl verlängert werden kann. Der/die zweite stellvertretende Vorsitzende ist der/die Vorsitzende des Gemeinsamen Ausschusses. Gemeinsam haben sie die Aufgabe, dem EP öffentlich mitzuteilen, wie sie gedenken, ihren Aufgaben nachzukommen. Überdies leiten sie die Sitzungen des Verwaltungsrats und des Lenkungsausschusses und vertreten den ESRB nach außen hin (ESRB-VO: Art. 5, Abs. 2-8).

Verwaltungsrat

Im Verwaltungsrat sind sowohl stimmberechtigte Mitglieder, als auch Mitglieder ohne Stimmrecht versammelt. Zu den stimmberechtigten Mitgliedern zählen der/die PräsidentIn der EZB, die PräsidentInnen der nationalen Zentralbanken, ein Mitglied der Kommission, die drei Vorsitzenden der ESA, der/die Vorsitzende und die beiden stellvertretenden Vorsitzenden des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses sowie der/die Vorsitzende des Beratenden Fachausschusses. Zu den Mitgliedern ohne Stimmrecht zählen die VertreterInnen der nationalen Aufsichtsbe-

⁶⁴ Diese Regelung weicht vom Verordnung-Entwurf und vom Kompromisstext ab, da hier von Anfang an eine Wahl vorgesehen war (Art. 5, Abs. 1).

hören und der/die Vorsitzende des Wirtschafts- und Finanzausschusses (WFA) (ESRB-VO: Art. 6). Der Verwaltungsrat fällt Entscheidungen mit einfacher Mehrheit (es gilt ein Quorum von zwei Drittel). Jedes stimmberechtigte Mitglied hat eine Stimme, bei Stimmengleichheit entscheidet die Stimme des Vorsitzenden. Handelt es sich um Empfehlungen oder die Veröffentlichung einer Warnung, so ist eine Zweidrittelmehrheit der abgegebenen Stimmen erforderlich (ESRB-VO: Art. 10, Abs. 1-4). Die Zweidrittelmehrheit für Maßnahmen ist im Verordnungs-Entwurf nicht vorhanden und wurde erst im Kompromisstext des Rats für Wirtschaft und Finanzen hinzugefügt (ESRB-Kompromisstext: Art. 16, Abs. 5). Es darf davon ausgegangen werden, dass dies die Arbeit des ESRB erschweren wird und Empfehlungen weniger wahrscheinlich macht.

Mindestens viermal jährlich hält der Verwaltungsrat Plenarsitzungen ab und kann bei Bedarf außerordentliche Sitzungen einberufen. Die Mitglieder müssen persönlich anwesend sein und können sich nur in Ausnahmefällen (vgl. ESRB-VO: Abs. 3) vertreten lassen. Zusätzlich zu den Mitgliedern können hochrangige VertreterInnen internationaler Finanzorganisationen und hochrangige VertreterInnen einschlägiger Behörden von Drittländern, zu den Sitzungen des Verwaltungsrats zugelassen werden (ESRB-VO: Art. 9, Abs. 1-5).

Lenkungsausschuss

Der Lenkungsausschuss besteht aus dem/der Vorsitzenden des ESRB, dem/der ersten stellvertretenden Vorsitzenden, dem/der VizepräsidentIn der EZB, vier weiteren Mitgliedern des Verwaltungsrats, einem Mitglied der Kommission, den drei Vorsitzenden der ESA, dem/der Vorsitzenden des WFA, dem/der Vorsitzenden des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses sowie dem/der Vorsitzenden des Beratenden Fachausschusses. Sitzungen werden mindestens viermal jährlich abgehalten, jedenfalls vor jeder Sitzungen des Verwaltungsrates (ESRB-VO: Art. 11, Abs. 1+2).

Beratender Wissenschaftlicher Ausschuss

Der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss besteht aus dem/der Vorsitzenden des Beratenden Fachausschusses sowie 15 weiteren Mitgliedern, die vom Lenkungsausschuss vorgeschlagen und vom Verwaltungsrat bestätigt werden. Diese sollen ein breites Spektrum an Kenntnissen und Erfahrungen repräsentieren, dürfen keiner ESA angehören und kom-

men beispielsweise aus den Bereichen Wissenschaft, Gewerkschaften, oder der Privatwirtschaft. Das ESRB-Sekretariat unterstützt die Arbeiten des Ausschusses, welcher auf Verlangen des/der ESRB-Vorsitzenden den ESRB berät und unterstützt. Überdies kommt dem Ausschuss die Aufgabe zu, offene und transparente (jedoch unter Berücksichtigung der Geheimhaltungspflicht) Anhörungen mit Interessensgruppen durchzuführen (ESRB-VO: Art. 12, Abs. 1-5).

Der Beratenden Wissenschaftliche Ausschuss ist weder im Vorordnungs-Entwurf noch im Kompromisstext vermerkt. Dass er dennoch fixer Bestandteil des ESRB ist, darf als Bereicherung gesehen werden. Inwiefern es durch die (wissenschaftliche) Expertise der 15 Mitglieder möglich sein wird, neue Impulse für die Regulierung der Finanzmärkte zu setzen, kann zum jetzigen Zeitpunkt nicht festgestellt werden, bzw. ist nicht Bestandteil dieser Arbeit. Die Einflussnahme kritischer AkteurInnen wäre jedenfalls zu begrüßen.

Beratender Fachausschuss

Zu den Mitgliedern des Beratenden Fachausschusses zählen einE VertreterIn jeder nationalen Zentralbank, einE VertreterIn der EZB, einE VertreterIn der zuständigen Aufsichtsbehörden jedes Mitgliedsstaats, drei VertreterInnen der ESA, zwei VertreterInnen der Kommission, einE VertreterIn des WFA sowie einE VertreterIn des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses. Der Verwaltungsrat ernennt den/die Vorsitzende des Beratenden Fachausschusses. Dem Beratenden Fachausschuss kommt die Aufgabe zu, den ESRB auf dessen Verlangen zu beraten und zu unterstützen. Das ESRB-Sekretariat wiederum unterstützt die Arbeiten des Fachausschusses (ESRB-VO: Art. 13, Abs. 1-4).

3.2.2 Aufgaben des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken

Erhebung und Austausch von Informationen

Damit die Europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) ihre Aufgaben erfüllen können, soll der ESRB diese mit den entsprechenden Informationen über Risiken versorgen. Im Gegenzug stellen die ESA dem ESRB ebenfalls die von ihm benötigten Informationen zur Verfügung. Zudem

arbeitet der ESRB eng mit dem EZB, der Kommission und den nationalen Aufsichtsbehörden zusammen (ESRB-VO: Art. 15, Abs. 1-5).

Warnungen und Empfehlungen

Sollte der ESRB signifikante Risiken feststellen, kann er Warnungen oder gegebenenfalls Empfehlungen für Abhilfemaßnahmen herausgeben. Warnungen und Empfehlungen können an die Union insgesamt, an Mitgliedsstaaten, an die Europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) oder an nationale Aufsichtsbehörden gerichtet sein. Die Adressaten haben dem ESRB innerhalb eines spezifisch definierten zeitlichen Rahmens zu berichten, welche Schritte sie eingeleitet haben, um der Empfehlung nachzukommen. Stellt der ESRB fest, dass die eingeleiteten politischen Maßnahmen nicht ausreichend sind, setzt er den Rat und gegebenenfalls die betroffene ESA in Kenntnis (ESRB-VO: Art. 16, Abs. 1-3; Art. 17, 1+2).

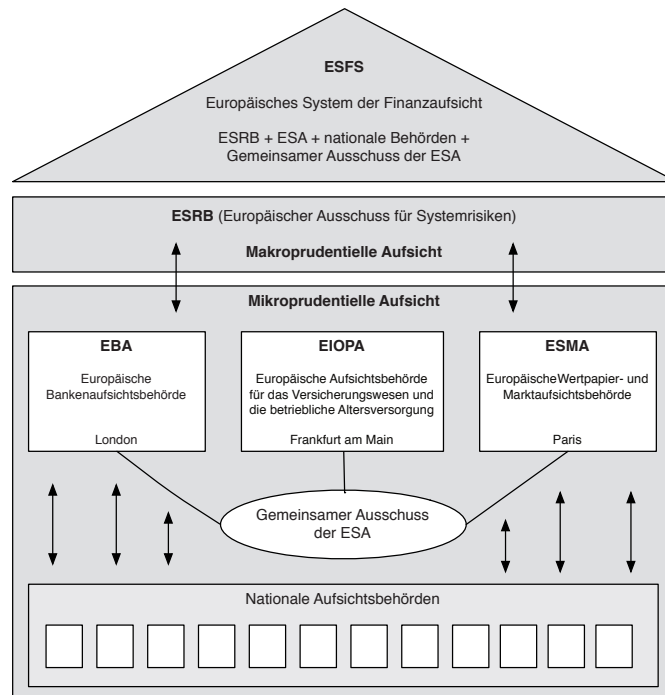
Warnungen und Empfehlungen können sowohl vertraulich ausgesprochen werden, als auch veröffentlicht werden. Zuvor sind jedenfalls die Adressaten und der Rat zu informieren und es steht den Adressaten frei, ihre Ansichten und Argumente zu äußern (ESRB-VO: Art. 18, Abs. 1-3). Für die Annahme von Empfehlungen und die Veröffentlichung von Warnungen und Empfehlungen ist eine Zweidrittelmehrheit des Verwaltungsrats erforderlich.⁶⁵

3.3 Zwischenfazit

Die folgende Abbildung gibt einen Überblick über die künftige Aufsichtsarchitektur der Europäischen Union.

⁶⁵ Dies weicht vom Verordnung-Entwurf ab und wurde bereits im Punkt „Verwaltungsrat“ dieses Kapitels thematisiert.

Abb. 2. Europäisches System der Finanzaufsicht



Quelle: Eigene Darstellung

In der Entwicklung einer neuen Aufsichtsstruktur für die Europäische Union ist eine klare Pfadabhängigkeit zu erkennen (Hopt 2011: 7ff), die durch die Erkenntnisse und Empfehlungen der High-Level Group fortgeführt wurde. Zu erklären ist dies mit der „Ausblendung fundamentaler Krisenursachen“⁶⁶ (Weber 2009: 7), die sich dementsprechend auf die Aufgaben, Befugnisse und die Organisation der ESA auswirkt. So sieht Weber die Ursachen der Krise vorwiegend in inneren und äußeren Ungleichgewichten begründet. Dies manifestiert sich an einer in den letzten Jahren zunehmenden Verteilungsschieflage von Vermögen. Im Falle Deutschlands wurde die, durch Lohnzurückhaltung geschwächte Binnennachfrage, durch Exportüberschüsse kompensiert. Die Exportüberschüsse Deutschlands (und bspw. Chinas) wurden zum Großteil von den USA absorbiert, dort jedoch angesichts höchst ungleicher Verteilung

⁶⁶ Die Ursachen der Krise sind Teil des De-Larosièrè-Berichts (vgl. Kapitel 1).

von Vermögen durch Verschuldung finanziert. Um Problemstellungen dieser Art angemessen zu begegnen, bedarf es *politischer* Empfehlungen, die weit über klassische Regulations- und Aufsichtsfragen hinausgehen. In diesem speziellen Fall wäre eine Umverteilung zugunsten der Lohnabhängigen vonnöten (Weber 2009: 7).⁶⁷

Politische Empfehlungen auszuarbeiten, fällt demgegenüber kaum in den Aufgabenbereich der neugegründeten Behörden. Im Falle technischer Regulierungsstandards wird in den Kompromisstexten des Rats für Wirtschaft und Finanzen explizit darauf hingewiesen, dass technische Standards keine politischen Entscheidungen beinhalten dürfen (ESA-Kompromisstexte: Art. 7). Dies wurde dementsprechend in den Verordnungen übernommen: „Die technischen Regulierungsstandards sind technischer Art und beinhalten keine strategischen oder politischen Entscheidungen, (...)“ (ESA-VO: Art. 10, Abs. 1). Insgesamt lassen die Verordnungen ein Bekenntnis zu einem *politischen* Auftrag vermissen, das ein Umdenken im Umgang mit Finanzmärkten bewirken könnte.⁶⁸ Am ehesten könnte es dem Beratenden Wissenschaftlichen Ausschuss des ESRB gelingen, Empfehlungen mit politischem Gehalt zu formulieren. Eine Voraussetzung dafür wäre die Integration kritischer AkteurInnen. Für die Gründung des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses, der in den ESA-VO-Entwürfen noch keine Erwähnung fand, setzte sich vor allem das EP ein. Das EP sah angesichts des Versagens der Aufsicht im Vorfeld der Krise die dringende Notwendigkeit, neuen Sachverstand hinzuzuziehen (Siekman 2011: 37).

Im Zusammenhang mit dem VerbraucherInnenschutz gehört „die Überprüfung und Koordinierung von Initiativen der zuständigen Behörden zur Vermittlung von Wissen und Bildung über Finanzfragen“ (ESA-VO: Art. 9, Abs. 1) zum Aufgabenbereich der Behörden. Einerseits schließt die Förderung der Finanzbildung effektive Regulierungsstandards zum Schutz der VerbraucherInnen natürlich nicht aus. Andererseits folgt dies einem Trend zur Privatisierung des Risikos, um eine verstärkte Regulation des Finanzsektors zu umgehen (Weber 2009: 8). So war besonders in

⁶⁷ Auf eine eingehende Analyse der Krisenursachen soll aufgrund der Komplexität in dieser Arbeit verzichtet werden; dieses Beispiel dient der Veranschaulichung.

⁶⁸ Die beiden NGOs WEED und SOMO sprechen sich bspw. für die Integration von Nachhaltigkeitskriterien für die Finanzmärkte aus (vgl. SOMO 2011; WEED 2011), doch ohne explizit *politischen* Auftrag erscheinen Empfehlungen dieser Art durch die ESA eher unwahrscheinlich.

den Jahren vor der Krise eine Zunahme von Umfang, Breite und Komplexität des Angebots an Finanzdienstleistungen zu beobachten, sei es die private Pensionsvorsorge oder die Finanzierung des Eigenheims. Dies ließ den Finanzsektor stetig wachsen und führte im Prozess der Finanzialisierung (vgl. Kapitel 1.3, Seite 13) dazu, dass die privaten Haushalte von der Finanzkrise stark betroffen waren, sowohl als AnlegerInnen, als auch als SchuldnerInnen. Gleichzeitig setzte sich unter ExpertInnen die Idee durch, auf die Probleme und Herausforderungen der Finanzialisierung mit Finanzbildung zu reagieren (Weber 2009: 8ff). Mit den Erfahrungen der Finanzkrise stellt sich jedoch die Frage, inwiefern die Privatisierung des Risikos und die damit einhergehende Abhängigkeit der BürgerInnen von den Entwicklungen auf den Finanzmärkten, nicht grundsätzlich zu überdenken ist. Vor allem mit der Erkenntnis, dass selbst die hochgradig spezialisierten ExpertInnen der Ratingagenturen (vgl. Kapitel 4, Seite 67) nicht in der Lage waren, das Risiko von immer komplexer werdenden Finanzprodukten angemessen zu bewerten.

Wie die Analyse weiter oben zeigt, kam es auf dem Weg von den ‚Vorschlägen für Verordnungen‘ bis zu den endgültigen Verordnungen zu zahlreichen Änderungen und Aufweichungen. Dabei sticht besonders die Tatsache hervor, dass die in den VO-Entwürfen geplante Beaufsichtigung EU-weit tätiger Finanzinstitute nun doch auf nationaler Ebene bleibt. Dieser Schritt hätte eine enorme Aufwertung der Behörden bedeutet, wenngleich es Bedenken bezüglich der Umsetzbarkeit gab (vgl. Seite 46; Siekmann 2011: 22f+29). Besonders die Kompromisstexte des ECOFIN beinhalten eine Beseitigung zahlreicher Befugnisse, weshalb Dullien und Herr zu dem Schluss kommen:

Die Vorstellungen des Rates gehen noch einmal hinter die Kommissionsvorschläge zurück. Wünschenswert wären wenigstens Vorschläge gewesen, die sich eng an den de Larosière-Report halten, der selbst in keiner Weise durch Radikalität bei den Reformvorschlägen gekennzeichnet ist. (Dullien; Herr 2010: 13)

Das Europäische Parlament wiederum spielte im Prozess der Entscheidungsfindung eine bemerkenswert aktive Rolle, setzte sich für eine deutliche Stärkung und Zentralisierung der Aufsicht ein und konnte einige Aufweichungen des ECOFIN für die endgültigen Verordnungen rückgängig machen (Ferran 2011: 34; Siekmann 2011: 30).

Per Definition nehmen die Behörden ihre Aufgaben unabhängig und objektiv wahr und handeln im alleinigen Interesse der Union (Art. 1, Abs. 5). Hieran werden Bedenken geäußert, da beispielsweise technische Standards und Empfehlungen durch die Kommission genehmigt werden müssen (Ferran 2011: 45f). Inwieweit die Kommission von ihrem Recht Gebrauch machen wird, technische Standards und Empfehlungen zu verändern oder zu verhindern, wird sich erst im Laufe der Zeit herausstellen.

Unter spezifischen Bedingungen ist es den Behörden jedoch gestattet, Anordnungen hoheitlich, also ohne den Weg über die Kommission, zu erlassen (Siekmann 2011: 42f):

- *Maßnahmen* sowie *technische Standards* für *einzelne Finanzinstitute* können im Falle einer Verletzung des Unionrechts zwingend durchgesetzt werden. Den Anordnungen geht ein mehrstufiges Verfahren voraus, das die Einhaltung des Unionrechts garantieren soll (ESA-VO: Art. 17). Im Krisenfall – der jedoch vom Rat bestätigt werden muss – sind ebenfalls verbindliche Maßnahmen möglich (ESA-VO: Art. 18). Angesichts zahlreicher Hürden dauert dieser Prozess bis zu sechs (in speziellen Fällen sogar bis zu zehn) Wochen – zu lange im Vergleich zur Geschwindigkeit, mit der sich Krisensituationen ausbreiten können (Ferran 2011: 52). Bei Meinungsverschiedenheiten zwischen den zuständigen Behörden ist es den ESA ebenfalls möglich, verbindliche Maßnahmen für einzelne Finanzinstitute zu ergreifen, um die Einhaltung des Unionrechts zu gewährleisten (ESA-VO: Art. 19).
- *Anordnungen* gegenüber den *zuständigen Behörden* sind in Krisensituationen (ESA-VO: Art. 18) und bei Maßnahmen zur Beilegung von Meinungsverschiedenheiten (ESA-VO: Art. 19), möglich.
- Ein *Verbot von Finanztätigkeiten* kann in Krisensituationen *vorübergehend* ausgesprochen werden (ESA-VO: Art. 18). Das Verbot gilt auch für einzelne Finanzprodukte (beispielsweise Credit Default Swaps) und ist auf Drängen des Europäischen Parlaments entstanden (Siekmann 2011: 43).

Karin Küblböck kritisiert die „Filter“ die für verbindliche Entscheidungen eingebaut wurden und überdies breiten Interpretationsspielraum zulassen. So muss die Verletzung des Europäischen Rechts „substanziell“ sein, die Reparatur muss „dringend“ sein und die Definition eines Krisenfalls unterliegt dem ECOFIN (Küblböck 2010: 25; vgl. ESA-VO: Art. 18, Abs. 4). Angesichts konträrer Positionen zwischen EP und Rat war

lange unklar, ob den Behörden überhaupt die Befugnis für verbindliche Standards übertragen wird. Im Vergleich zu den Stufe-3-Ausschüssen, die ihre Beschlüsse zudem lange Zeit im Konsens treffen mussten (Ferran 2011: 36), bedeutet dies natürlich eine Aufwertung.

Im Gegensatz zu den ESA verfügt der ESRB über keinerlei Befugnisse, verbindliche Maßnahmen herauszugeben (ESRB-VO: Art. 16). Hinzu kommt, dass selbst die bloße (öffentliche) Aussprache von Warnungen und Empfehlungen einer Zweidrittelmehrheit des Verwaltungsrats bedarf (ESRB-VO: Art. 10). Es ist davon auszugehen, dass dies die Arbeit des ESRB deutlich einschränken wird.

Gegenstand heftiger Diskussionen war, ob eine große Behörde gegründet werden soll, die dementsprechend sämtliche Bereiche abdeckt, oder die Aufgabenteilung nach dem Beispiel der Stufe-3-Ausschüsse fortgeführt werden soll (Wymeersch 2011: 6). Der ‚Ausschuss Wirtschaft und Währung‘ des EP plädierte zwar für eine sektorspezifische Organisation der Aufsichtsbehörden, möchte diese jedoch aus Gründen der leichteren Koordinierung am gleichen Standort angesiedelt haben (Siekmann 2011: 28f). Dieser Schritt wäre naheliegend gewesen, da moderne Finanzinstitutionen immer weniger ausschließlich in einem Finanzsektor agieren. Der Versicherungskonzern AIG musste nicht aufgrund seiner klassischen Versicherungsgeschäfte gerettet werden, sondern weil er sich mit Credit Default Swaps verzockt hatte und unter Umständen zahlreiche Banken mitgerissen hätte. Eine geographische und inhaltliche Aufteilung wird deshalb als problematisch betrachtet (Dullien; Herr 2010: 9).

Eine Analyse der zentralen Akteure der neuen Behörden wird nicht Teil dieser Arbeit sein. Es ist jedoch zu befürchten, dass kritischen Akteuren der Zugang zu wichtigen Positionen verwehrt bleibt, da es enge personelle Verhältnisse und Verflechtungen zwischen Aufsichtsorganen und Beaufsichtigten gibt. Darüber hinaus lässt sich im Finanzsektor die Hegemonie eines Denkmodells feststellen, das dem freien Wirken der Marktkräfte enormes Vertrauen entgegenbringt und auch die Aufsichtsbehörden bisher stark beeinflusst hat (Weber 2009: 10f). Die Beschreibung des/der Vorsitzenden des Verwaltungsrats sieht dementsprechend Folgendes vor:

Der Vorsitzende wird vom Rat der Aufseher im Anschluss an ein offenes Auswahlverfahren aufgrund seiner Verdienste, seiner Kompetenzen,

seiner Kenntnis über Finanzinstitute und -märkte sowie seiner Erfahrungen im Bereich Finanzaufsicht und -regulierung ernannt. (ESA-VO: Art. 48, Abs. 2)

Dies impliziert in gewisser Weise, dass der Personenkreis auf ExpertInnen eingeschränkt ist, die bisher im Bereich der Aufsicht prominent vertreten waren. Ein Bekenntnis zu einer reformierten personellen Zusammensetzung lassen die Verordnungen vermissen.

Die Finanzierung der Behörden ist in Art. 62 der ESA-Verordnungen geregelt und besteht aus Beiträgen der nationalen Behörden und der Europäischen Union. Dadurch soll sichergestellt werden, dass die Behörden nicht von nur einer Seite abhängig sind (Ferran 2011: 38). Verglichen mit dem Budget der Stufe-3-Ausschüsse, welches 2009 etwas über elf Mio. Euro erreichte, wirkt das Budget der ESA umfangreich. Derzeit wird davon ausgegangen, dass den Behörden bis 2014 rund 150 Mio. Euro jährlich zur Verfügung stehen werden. Das Budget der britischen FSA (Financial Service Authority⁶⁹) wird für 2010 mit rund 450 Mio. Euro beziffert (Ferran 2011: 39). An diesem Beispiel wird deutlich, dass die Ressourcen der ESA, verglichen zu den Gesamtausgaben der nationalen Aufsichtsbehörden, relativ gering sind. Dies spiegelt sich beispielsweise in der Personalausstattung der EBA wieder: Derzeit sind rund 50 MitarbeiterInnen beschäftigt, bis 2014 soll die Zahl auf 120 steigen. Zum Vergleich: Die BaFin verfügt über rund 2000, die britische FSA etwa 3300 MitarbeiterInnen (Fishan 2011: 24).

Wie sich das Europäische Finanzaufsichtssystem in den kommenden Jahren entwickeln wird und inwiefern es den Behörden und dem Ausschuss für Systemrisiken gelingen wird, weitere Aufgaben und Befugnisse übertragen zu bekommen, ist schwer zu sagen. Angesichts dieser Analyse deutet derzeit vieles darauf hin, dass die nationalen Behörden weiterhin die zentralen Akteurinnen im Feld der Finanzmarktregulation und -aufsicht bleiben. Die Mitgliedsstaaten der Europäischen Union waren jedenfalls nicht bereit, das neoliberale Modell der Finanzmärkte grundsätzlich zu hinterfragen und ein Gegenkonzept zur Finanzialisierung zu entwerfen. Dies manifestierte sich, wie wir gesehen haben, bereits bei der Auswahl der Mitglieder der High-Level Group um de Larosière und setzte sich in den ESA- und ESRB-Verordnungen fort.

⁶⁹ <http://www.fsa.gov.uk/>

The European Commission remains committed to the freedom that the private sector must retain with regard financial morphology and innovation. (...) Thus the new EU institutional and regulatory architecture does not represent a significant departure from the past, leaving much financial fragility unresolved and with it the danger it poses for the fiscal leg. (Montanaro; Tonveronachi 2011: 223f)

Die aktuellen Entwicklungen zeigen, dass auf den Finanzmärkten noch lange keine Ruhe eingekehrt ist. Angesichts vieler Kompromisse, die zur Gründung des ESFS eingegangen werden mussten und der Verweigerung, das neoliberale Denkmodell grundsätzlich zu hinterfragen, lässt sich derzeit kein Bruch mit der bisherigen Regulierung feststellen.

4. Regulierung von Derivaten

4.1 Einleitung

Derivative Finanzinstrumente waren in der Finanzkrise 2008 von zentraler Bedeutung (Dickinson 2008; Mügge 2011; Murphy 2008; Steinbach, Steinberg 2010). Dementsprechend war zu erwarten, dass es im Zuge der EU-Finanzmarktreform zu neuen Regulierungen kommt.

Zu Beginn des Kapitels sollen „Derivate“ näher definiert werden und die unterschiedlichen Funktionsweisen der wichtigsten derivativen Finanzinstrumente veranschaulicht werden.

Derivate weisen eine lange Tradition auf und wurden lange vor dem Kapitalismus erfunden (Wigan 2009: 157). Einen enormen Aufschwung erlebten sie jedoch erst in den letzten Jahrzehnten. Der Slogan „We live in Financial Times“⁷⁰ der *Financial Times* könnte für die Zeit, in der wir uns befinden, kaum treffender sein. Die entscheidende Frage ist jedoch, wie wir dorthin gekommen sind. Wenn selbst Warren Buffet bei Derivaten von „financial weapons of mass destruction“ (2002 in Wigan 2009: 158) spricht, ist es dringend notwendig, ihre Entstehung und Funktion kritisch zu hinterfragen. Im Zuge der Finanzkrise gerieten vor allem *Credit Default Swaps* (CDS) und *Collateralized Debt Obligations* (CDOs) in die Kritik, weshalb ich mich näher mit ihnen auseinandersetzen werde. Die Analyse soll dabei über eine rein deskriptive hinausgehen und Risiken beleuchten, mit denen sie in Verbindung gebracht werden.

Anschließend werden Maßnahmen, die auf der Ebene der Europäischen Union getroffen wurden, näher beleuchtet. Im Sinne der Diskursanalyse sollen die zentralen Dokumente einer näheren Betrachtung unterzogen werden. Die wichtigsten Elemente der Reformen bzw. der Reformversuche sollen dabei hervorgehoben werden. Abschließend soll auf Grundlage der vorangegangenen Analyse eine Bewertung der Maßnahmen abgegeben werden.

⁷⁰ <http://www.weliveinfinancialtimes.com/>

4.2 Derivate

Bei derivativen Finanzinstrumenten handelt es sich um Kontrakte, die ihren Wert von anderen Faktoren, wie zum Beispiel Rohstoffpreisen, Zinssätzen oder Indices, ableiten⁷¹. Im weiteren Sinn sind Derivate Termingeschäfte, da es um Abmachungen geht, die in der Zukunft eingelöst werden können oder müssen – je nach dem, was im Kontrakt vereinbart wurde. Sie ähneln dabei einer Wette, bei der die eine Partei gewinnt und die andere verliert. In der Realität handelt es sich bei Derivaten um teils hochkomplexe Konstrukte und ihr Preis leitet sich beispielsweise aus Basiswerten wie Aktienkursen, Rohstoffpreisen, Ereignissen (z.B. Umweltkatastrophen) oder Zinssätzen ab (Hafner 2002: 45). Im Gegensatz zu konservativen Anlagestrategien haben Termingeschäfte die Eigenschaft, mit relativ geringen Eigenkapitalmitteln, überproportional an Preisschwankungen partizipieren zu können. Demgegenüber steht jedoch das Risiko eines Totalverlusts der eingesetzten Geldmittel. Es besteht sogar das Risiko, zusätzlich zu den eingesetzten Geldmitteln, weitere Geldmittel zur Erfüllung der eingegangenen Verbindlichkeiten aufbringen zu müssen (Glebovskiy 2005, 54).

In den Schlagzeilen sind Derivate erst seit wenigen Jahren, doch ihre Geschichte geht weit zurück. So wurde bereits zur Zeit der Hammurabis – also vor 3.700 Jahren – mit Steintafeln gehandelt, die ihren Wert von einem bestimmten Gut ableiteten. Güter wurden dadurch leichter handelbar und mussten beispielsweise nicht selbst zwischengelagert werden (Hafner 2002: 50f; Wigan 2009: 157). Derivate dienen jedoch auch zur Absicherung für ProduzentInnen: So können sich Landwirtschaftsbetriebe gegen große Preisschwankungen während der Erntezeit absichern, indem sie ihre Getreide zu einem vorher vereinbarten Preis verkaufen. Zentral ist dabei, dass Risiko an eine zusätzliche Partei ausgelagert wird. Dies gibt auf der einen Seite Sicherheit und die Möglichkeit, langfristig zu planen und sich auf das Kerngeschäft zu beschränken. Auf der anderen Seite kann dadurch ein entscheidender Nachteil entstehen, indem beispielsweise von gestiegenen Getreidepreisen nicht profitiert wird. Inwiefern sich ProduzentInnen gegen Risiken absichern müssen, kann politisch beeinflusst werden: Sind die Abgaben für, um beim Beispiel zu bleiben, Landwirtschaftsbetriebe so hoch, dass sie keine Rücklagen

⁷¹ Die Herkunft des Wortes Derivat (derivare) stammt aus dem Lateinischen und bedeutet „ableiten“ (Glebovskiy 2005: 53f).

bilden können, sind die gezwungen, Risiken zu externalisieren. Dies ist, ähnlich wie bei einer Versicherung, mit Kosten verbunden (Hafner 2002: 48f, 51f). An dieser Stelle möchte ich bereits darauf hinweisen, dass der viel zitierte mittelständische Exporteur, der sich gegen Währungsschwankungen oder volatile Rohstoffpreise absichert, im heutigen Derivatehandel die absolute Ausnahme bildet. Bereits im Jahre 2002 waren nur 2% der täglichen Devisentermingeschäfte in Höhe von 1.500 Mrd. US-Dollar auf den Handel mit Gütern, Dienstleistungen oder Sachinvestitionen verbunden. Die restlichen 98% werden durch Spekulationen der Global Player erzeugt, zu denen die großen Banken, Investmenthäuser, finanzkräftige Unternehmen und Hedge Funds zählen (Hafner 2002: 46).

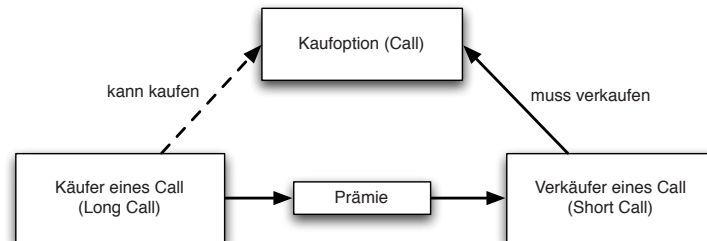
4.2.1 Optionsgeschäfte (Options)

Optionen sind eine eigene Form von Termingeschäften, bei denen der/die KäuferIn das Recht (und nicht die Pflicht!) erwirbt,

- eine bestimmte Anzahl eines bestimmten
- Gutes („Basiswert“, z.B. Wertpapiere)
- während der Laufzeit der Option (oder an deren Ende) („Laufzeit“)
- zu einem vorher vereinbarten Preis („Basispreis“)
- zu kaufen („Kaufoption“ oder „Call“),
- bzw. zu verkaufen („Verkaufsoption“ oder „Put“).

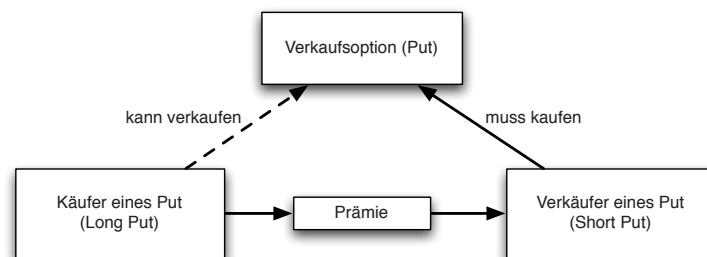
Für dieses Recht muss ein bestimmter Optionspreis („Prämie“) bezahlt werden. Wichtig ist dabei, dass bei Optionsgeschäften mit dieser Prämie das Recht, aber nicht die Pflicht erworben wird, zu kaufen bzw. zu verkaufen. Mit „Calls“ wird auf steigende Kurse spekuliert, während mit „Puts“ das Portfolio gegen fallende Kurse versichert werden kann (es wird auf fallende Kurse gewettet) (Glebovskiy 2005: 55f; Börsenlexikon der FAZ, Stichworte „Option“ und „Optionsgeschäfte“).

Abb. 3. Rechte und Pflichten im Optionsgeschäft – Kaufoption (Call)



Quelle: Eigene Darstellung

Abb. 4. Rechte und Pflichten im Optionsgeschäft – Verkaufsoption (Put)



Quelle: Eigene Darstellung

Daraus lässt sich schlussfolgern: Der/die KäuferIn einer Option gewinnt immer dann, wenn der Basiswert des Kontrakts steigt. Für einen Gewinn muss der Kurs jedoch um mehr als die Differenz zwischen bezahlter Prämie und Basiswert gestiegen sein. Fällt der Kurs, so würde vom Recht des Kaufs kein Gebrauch gemacht werden und der/die VerkäuferIn („StillhalterIn“) profitiert in Form der bezahlten Prämie. Für letzteren ist die Höhe des Gewinns auf den Preis der Prämie beschränkt, während der/die KäuferIn ein Vielfaches in Bezug auf die Prämie gewinnen kann.

4.2.2 Futures

Futures sind eine weitere Form von Termingeschäften, die denen der Optionen ähneln, jedoch einige zentrale Unterschiede aufweisen. Es

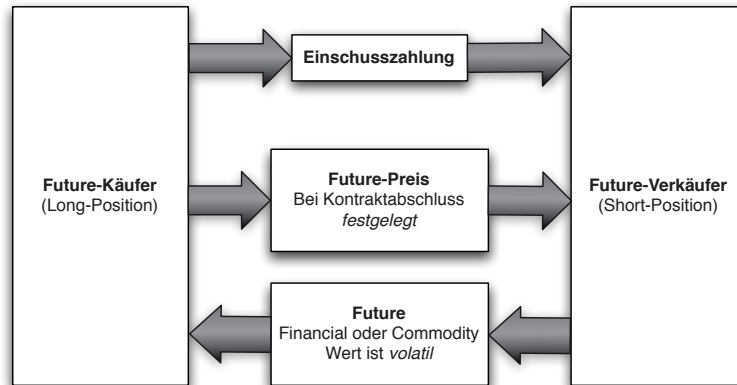
handelt sich um, sowohl für KäuferInnen als auch für VerkäuferInnen, verbindliche Kontrakte (im Gegensatz zu halbseitig verpflichtenden Optionen). Charakterisiert sind Futures durch

- einen Gegenstand („Basiswert“),
- welcher zu einem bestimmten Zeitpunkt („Liefertag“),
- zu einem, bei Abschluss des Kontrakts festgelegten Preis („Future Preis“),
- gekauft werden muss („Long Position“),
- verkauft werden muss („Short Position“).

Im Gegensatz zu Optionen wird keine fixe Prämie bezahlt, dementsprechend gibt es nicht das Recht, beispielsweise von der Kaufoption keinen Gebrauch zu machen. Das Risiko über die Höhe des Verlusts/Gewinns ist somit für beide Seiten gleich verteilt und ist nicht auf die Prämie beschränkt. Als Sicherheitsleistung („Einschusszahlung“) wird eine Anzahlung geleistet, die jedoch nur wenigen Prozentpunkten des tatsächlichen Werts des gehandelten Kontrakts entspricht. Von *Commodity Futures* wird gesprochen, wenn sich der zugrunde liegende Basiswert aus Waren, Rohstoffen oder Edelmetallen berechnet. *Financial Futures* hingegen sind Terminkontrakte auf Aktien, Anleihen, Indizes, Zinsen oder Währungen (Glebovskiy 2005: 60; Börsenlexikon der FAZ, Stichwort „Futures“).

„Forwards“ ähneln in ihrer Funktion den Futures, werden jedoch nicht an der Börse, sondern Over-the-Counter gehandelt werden. Zudem sind sie nicht standardisiert und werden zwischen den Vertragsparteien individuell ausgehandelt.

Abb. 5. Pflichten bei Future-Kontrakten



Quelle: Eigene Darstellung

4.2.3 Swaps

Swaps⁷² werden an dieser Stelle, ebenso wie die Optionen und Futures, nur oberflächlich behandelt. Da sie jedoch in den Ereignissen der Krise eine zentrale Rolle einnahmen, sollen sie später näher beleuchtet werden (vgl. Kapitel 4.3.2, Seite 78 über *Credit Default Swaps*).

Swapgeschäfte werden vor allem im Over-the-Counter-Handel abgewickelt und „sind Vereinbarungen über den gegenseitigen Austausch von Zahlungsströmen auf der Basis eines zugrunde liegenden Nominalbetrags für einen festgelegten Zeitraum“ (Glebovskiy 2005: 64). Unter den Derivaten nehmen sie eine Spitzenstellung ein und machen in etwa ein Viertel aller Derivatekontrakte aus. Populär wurden sie, um beispielsweise Restriktionen zu umgehen. So versuchte die englische Regierung in den 1960er Jahren ihren Markt davor zu schützen, Kapital ins Ausland abfließen zu lassen oder ausländisches Kapital eindringen zu lassen. Zu umgehen war diese Restriktion relativ leicht, indem ein englisches Unternehmen einen Kredit im Vereinigten Königreich aufnahm. Diesen Kredit leitet das englische Unternehmen nun an eine amerikanische Firma weiter und ermöglicht ihr somit indirekten Zugang zum Kapitalmarkt. Umgekehrt nimmt die amerikanische Firma in den USA einen

⁷² wörtlich übersetzt „Tausch; Austausch“

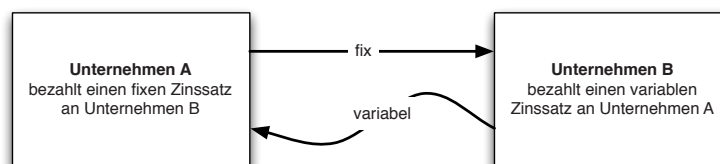
Kredit auf und stellt ihn dem britischen Unternehmen zur Verfügung. In diesem Fall handelt es sich um einen Währungsswap, welcher aufgrund der Liberalisierung der vergangenen Jahrzehnte eine untergeordnete Rolle spielt (Hafner 2002: 77f).

Abb. 6. Die gängigsten Swaps

Bezeichnung	Beschreibung
Asset-Swap	Zahlungsaustausch aus bestehenden Forderungen der Teilnehmer
Liability-Swap	Zahlungen aus bestehenden Verbindlichkeiten werden getauscht
Währungsswap	Devisenverbindlichkeiten werden getauscht
Zinsswap	Zinsverbindlichkeiten in einer Währung werden für einen bestimmten Zeitraum getauscht
Credit Default Swap	Kreditausfall-Swap. Ausfallrisiken von Krediten werden getauscht
Equity-Swap	basiert auf dem Tausch von Aktien oder Aktienindices

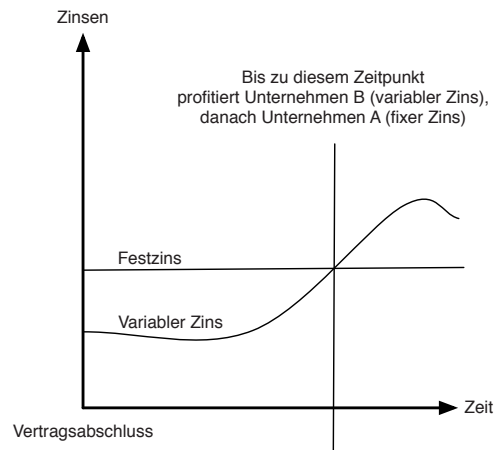
Quelle: Eigene Abbildung; basierend auf Glebovskiy 2005: 64

Abb. 7. Pflichten beim Zins-Swapgeschäft



Quelle: Eigene Darstellung; basierend auf Glebovskiy 2005: 65

Abb. 8. Chancen und Risiken beim Zins-Swapgeschäft



Quelle: Eigene Darstellung; basierend auf Glebovskiy 2005: 67

Abb. 8 zeigt einen einfachen Zinsswap, bei dem Unternehmen A einen Kredit mit variablem Zinssatz aufnimmt, die Zinszahlungen jedoch mit Unternehmen B gegen einen fixen Zinssatz tauscht. Unternehmen A kann sich dadurch gegen Zinsschwankungen absichern und Unternehmen B erhofft sich spekulative Gewinne. In der Abbildung profitiert zuerst Unternehmen B von den niedrigen Zinsen des variablen Zinssatzes. Später jedoch steigen die Zinszahlungen über die des Festzinses, wodurch Verluste entstehen. Ab diesem Zeitpunkt liegt für Unternehmen A ein komparativer Kostenvorteil vor, da der Festzinssatz unter dem des variablen Zinssatzes bleibt. Ein absoluter Kostenvorteil kann nur dann entstehen, wenn beispielsweise zwei Unternehmen günstigere Konditionen in ihrem Währungsraum bekommen, sich jedoch in einer anderen Währung verschulden und die zu zahlenden Zinsen tauschen. Swapgeschäfte finden vor allem Over-the-Counter (OTC) statt, sind wenig reguliert und können weitaus komplexere Konstrukte als in den eben gezeigten Beispielen sein (Glebovski 2005: 66f; Hafner 2002: 77ff).

Zusammenfassend lassen sich drei wesentliche Motive für den Einsatz von Derivaten festhalten:

1. *Derivate als Sicherungsinstrumente (Hedging)*: Um sich gegen Preisschwankungen abzusichern, werden bspw. Güter verkauft noch be-

vor sie produziert wurden. Ein anderes Beispiel wäre der Einkauf von Rohstoffen zu einem bestimmten Preis, um damit die Produktionskosten besser kalkulieren zu können (Glebovskiy 2005: 68; Wigan 2009: 206; 212f).

2. *Derivate als Spekulationsinstrumente* (Trading): Derivate haben die Eigenschaft, mit vergleichsweise wenig Kapital hohe Gewinne zu erzielen. Bei einer Kassamarkttransaktion muss der volle Preis eines Produkts bezahlt werden, während bei Derivaten nur ein Barausgleich (cash settlement) stattfindet (Wigan 2009: 206f). Hier wird deutlich, dass es beim Handel mit Derivaten meist nicht darum geht, ein bestimmtes Gut zu erwerben, sondern vielmehr darum, von Preisschwankungen zu profitieren. Dementsprechend ist der Leverage-Effekt (Hebelwirkung) deutlich höher, ebenso die damit verbundenen Risiken.
3. *Derivate für Arbitragemöglichkeiten*: Solange die Transaktionskosten gering bleiben, lassen sich Preisunterschiede an verschiedenen Märkten oder Börsenplätzen für Arbitragemöglichkeiten nutzen. Möglich wird dies durch unvollkommene Märkte (Glebovskiy 2005: 69).

Aus funktionaler Perspektive, vertreten beispielsweise durch Alan Greenspan, übernehmen Derivate effektiv die Funktion, finanzielle Risiken auf jene aufzuteilen, die sie tragen wollen und können. Dies garantiert ein wesentlich flexibleres, effizienteres System, da das Risiko ideal verteilt sei. In scharfem Kontrast dazu steht eine dysfunktionale Sicht. Im Jahr 2008 umfasste der Derivatemarkt 683 Billionen US-Dollar, mehr als das 13-fache des weltweiten BIPs. KritikerInnen sehen darin ein globales Kasino, welches durch Betrug, Marktmanipulation und Krisen gekennzeichnet ist (Wigan 2009: 157f). In stabilen Zeiten kann dieses Kasino durchaus funktionieren (mit all den Nachteilen, z.B. einer Verteilung von unten nach oben), doch in der Krise ziehen sich SpekulantInnen schlagartig zurück, wodurch der Realwirtschaft die nötige Liquidität entzogen wird. Der kurze Horizont der InvestorInnen ist nicht erst 2008 zum großen Problem geworden, sondern stürzte bspw. Ostasien (1997) und Russland (1999) in eine tiefe Krise (McKazie 2009: 211f). Wenn selbst Warren Buffet bei Derivaten von „financial weapons of mass destruction“ (2002 in Wigan 2009: 158) spricht, ist es notwendig, ihre Entstehung und Funktion kritisch zu hinterfragen. Mehr dazu auf den folgenden Seiten.

4.3 Derivate im heutigen Kapitalismus

Obgleich derivative Finanzinstrumente eine lange Tradition aufweisen die bis weit in die Geschichte zurückreicht, bedarf es einer kritischen Aufarbeitung der Entwicklung von Derivaten im heutigen Kapitalismus. Dass sie beispielsweise in Deutschland erst seit 1970 wieder zugelassen wurden (1931 wurden sie im Zuge der Weltwirtschaftskrise verboten) (Glebovskiy 2005: 55), zeigt, dass sie alles andere als selbstverständlich sind. Angesichts täglicher Schlagzeilen über Finanzmärkte und deren Krisen hätte der Slogan „We live in Financial Times“⁷³ der Financial Times, kaum treffender sein können. Die Frage ist jedoch, wie wir dorthin gekommen sind.

Zentrales Ereignis um den steilen Aufstieg von derivativen Finanzinstrumenten überhaupt erst möglich zu machen, war mit Sicherheit der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems, der zudem die Finanzialisierung (vgl. Kapitel 1.3, Seite 13) der letzten 30 Jahre erst möglich machte. Für McKenzie (2009: 202) setzten mit dem Kollaps drei wesentliche Veränderungen ein: 1. Privatisierung, 2. Liberalisierung und Deregulierung, 3. Finanzinnovationen. Durch den Zusammenbruch wurde zur gleichen Zeit unter Präsident Nixon die Dollar-Goldkonvertibilität aufgehoben, wodurch eine Währung ohne zugrundeliegenden Wert erschaffen wurde, die beliebig ausgedehnt werden konnte. Zuvor wurden Wechselkurse zwischen den unterschiedlichen Währungen politisch ausverhandelt und waren somit steuerbar. Indem die Wechselkurse den Märkten überlassen wurden, wurde dieses Risiko privatisiert. Die anderen OECD-Staaten wurden von der Liberalisierungswelle schnell erfasst. Während der IWF im Jahre 1976 nur fünf von 19 OECD-Staaten als Staaten mit offenen Kapitalmärkten klassifizierte, waren es Ende der 80er Jahre bereits alle Staaten (bis auf Norwegen: öffnete erst 1995 die Kapitalmärkte vollkommen) (McKenzie 2009: 202).

Diese Entwicklungen ließen weltweit eine gänzlich neue Industrie entstehen. Banken und Versicherungsfirmen wurden durch zahlreiche Investmentbanken, Hedge Fonds und andere Teilnehmer ergänzt. McKenzie betont jedoch ihr rein spekulatives Interesse (2009: 203). Sie sind nicht am Öl oder Korn interessiert, sondern vielmehr an den Schwankungen, auf welche sie wetten. An die Grenzen der Realwirtschaft müssen sie

⁷³ <http://www.weliveinfinancialtimes.com/>

sich nicht halten, was die enormen Umsätze erklärt: 2004 lag der tägliche Umsatz am Devisenmarkt bei 1.900 Mrd. Dollar, wovon 95% auf spekulative Praktiken entfallen (McKenzie 2009: 203). Wigan (2009: 163) bezeichnet Derivate als „highly developed form of insurance“ und betont, dass die zunehmenden Risiken durch Preisschwankungen enorme Möglichkeiten und Chancen für Finanzmarktakteure bieten. Sie nehmen das Risiko als Gelegenheit wahr und haben ein immanentes Interesse an deregulierten, instabilen Märkten.

4.3.1 *Eigentum und Derivate*

Wigan argumentiert (2009: 165ff), dass Derivate das Verhältnis von Eigentum zu Arbeit/Produktion auf eine neue Stufe heben und nachhaltig verändert haben. Wigan differenziert zwischen drei Stufen: Zu Beginn der industriellen Produktion bzw. der kapitalistischen Produktionsweise, gab es ein enges Verhältnis zwischen EigentümerInnen, ManagerInnen und Arbeit (*erste Stufe*). Verlor ein Unternehmen seine Position im Wettbewerb, so war es für die besitzende Klasse aufwändig und kostenintensiv, in neue Bereiche zu investieren. „The flexibility of ownership here is considerably encumbered by a very real physicality“ (Wigan 2009: 165).

Diese Art von Eigentum steht in starkem Kontrast zur *zweiten Stufe*. Mit dem Aufkommen von Aktiengesellschaften, setzte eine neue Phase ein, welche Veblen (1924 in Wigan 2009: 165) mit dem Begriff „absentee ownership“ zu fassen versucht. EigentümerInnen sind als Shareholder wesentlich flexibler und tragen weniger Risiken. Überdies ist es ein Leichtes, den Shareholder Value mit anderen Unternehmen zu vergleichen und bei Bedarf das Portfolio anzupassen. Die Position des/der EigentümerIn entfernt sich also von der Sphäre der Produktion:

This transformation was a function of property disengaging from production so that, 'the visible relation between the owner and the works shifted from a personal footing of workmanship to an impersonal footing of the absentee ownership resting on the investment of funds' (Veblen 1924: 59) (Wigan 2009: 166).

Mit dem Besitz von Derivaten macht Wigan (2009: 166f) nun eine potentiell dritte Stufe von Eigentum aus, die sich entschieden von den ersten beiden unterscheidet. Eigentum ist nun völlig losgelöst von der zu-

grundlegenden Anlage. Dies erklärt, weshalb mit Wetten auf den Konkurs einer Firma oder den Bankrott eines Landes enorme Profite erzielt werden können. „In an equity derivative the owner has no claim on the company whatsoever, legal or material, but owns solely abstract aspects of company performance, valorised on variation rather than growth“ (Wigan 2009: 167). Bryan und Rafferty stellen überdies fest, dass sich durch diese Position der EigentümerInnen, der Druck auf die Unternehmen und den Faktor Arbeit zusätzlich verstärkt (Bryan; Rafferty 2006: 265ff).

4.3.2 Credit Default Swaps (CDS) und Collateralized Debt Obligations (CDOs)

Kreditderivate spielten in der Finanzkrise 2008 eine zentrale Rolle (Dickinson 2008; Mügge 2011; Murphy 2008; Steinbach, Steinberg 2010). Deshalb soll im Folgenden erörtert werden, wie Credit Default Swaps (CDS) und Collateralized Debt Obligations (CDOs) funktionieren, welche Problematik mit ihnen verbunden ist und welche Entwicklung sie vergangenen Jahrzehnt nahmen.

Credit Default Swaps

CDS sind Kontrakte zwischen zwei Parteien, bei denen sich die verkaufende Partei verpflichtet, dem Vertragspartner bei Eintreten eines definierten Ereignisses eine bestimmte Summe zu bezahlen. Die Käuferseite erwirbt somit eine Absicherung für beispielsweise:

- „Bankruptcy (Insolvenz)
- Failure to Pay (Zahlungsversäumnis)
- Obligation Acceleration (vorzeitige Fälligkeit der Verbindlichkeiten des Unternehmens)
- Obligation Default
- Repudiation/Moratorium (Nichtanerkennung/Zahlungsaufschub)
- Restructuring (Umstrukturierung)“

(Wurz 2007: 13)

Bezahlt wird in Form einer regelmäßigen Prämie. Je höher das Risiko eines Ausfalls (*default*), desto höher ist die Prämie (Dickinson 2008: 5; Wurz 2007: 12). In dieser Funktion ähneln sie Versicherungspolicen

und die Gläubiger großer Firmen können sich gegen Kreditausfallrisiken absichern. Es gibt jedoch einen entscheidenden Unterschied zu Versicherungspolicen: Es ist nicht zwingend notwendig, BesitzerIn des zu versichernden Wertes zu sein. Dies bringt den FinanzmarktakteurInnen enormen Spielraum für Spekulationen und Wetten auf die finanzielle Gesundheit von Unternehmen, aber auch Staaten.

Mügge (2011: 56f) illustriert den Unterschied zu Versicherungspolicen an folgendem Beispiel: Um eine Vollkaskoversicherung für ein Auto abschließen zu können, muss ich üblicherweise BesitzerIn des Autos sein. CDS ermöglichen es hingegen, mich gegen einen Unfall für das Auto meines Nachbarn zu versichern. Halte ich einen Unfall für zu unwahrscheinlich, nehme ich noch die Autos der anderen Nachbarn in den Pool auf und erweitere den Zeitraum auf die Wintermonate. Die zu leistende Prämie würde sich entsprechend erhöhen.

Des Weiteren ist der Handel mit CDS im Vergleich zu Versicherungsgeschäften so gut wie nicht reguliert (Mügge 2011: 57). Tauschgeschäfte finden fast ausschließlich Over-the-Counter in New York und London statt, wobei der Handel von wenigen Global Playern dominiert wird: Die zehn größten Banken machen mindestens 80% des Umsatzes aus (Dickinson 2008: 6f).

Collateralized Debt Obligations

CDOs sind ebenfalls Kreditderivate, mit denen beispielsweise Hypotheken in einem forderungsbesichertem Wertpapier (*Asset-Backed Security*, ABS) gebündelt werden können, um dieses an Investoren weiterzuverkaufen. Ein CDO besteht aus verschiedenen Tranchen, die nach Risikoklassen aufgeteilt sind, von der sehr gut gerateten Senior Tranche, bis hin zur Equity Tranche mit hohem Ausfallrisiko. Tranchen mit Tripple-A Rating sind zwar vergleichsweise sicher⁷⁴ und für risikoaverse Investoren interessant, doch sind die risikovollen Equity-Tranchen in guten Zeiten deutlich renditeträchtiger und werden deshalb von Hedge Fonds bevorzugt. AnlegerInnen beziehen ihre Rendite aus den Zahlungen der unterliegenden KreditnehmerInnen. Zuerst werden die Senior Tranchen be-

⁷⁴ Im Zuge der Finanzkrise kam es jedoch zu breiten Ausfällen insbesondere von strukturierten Finanzprodukten, obwohl diese über ein Tripple-A Rating verfügten (vgl. Kapitel 4, Seite 67)

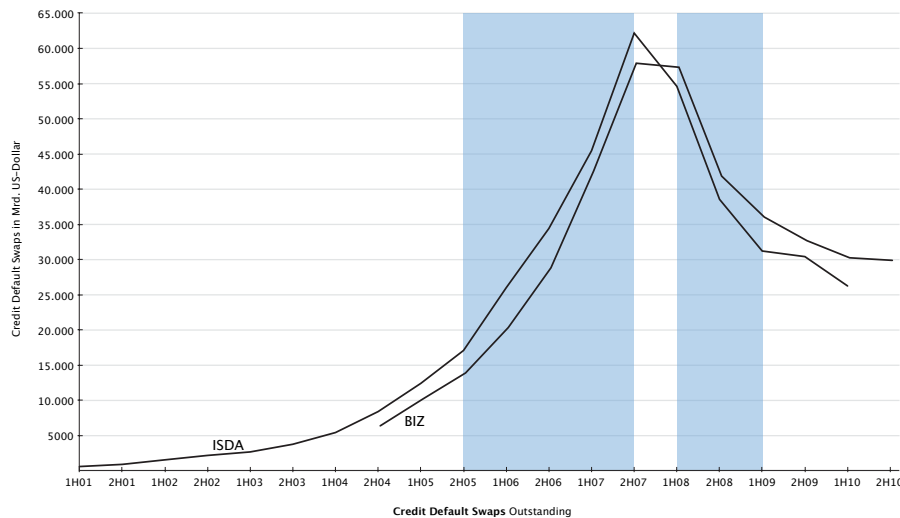
dient, erst danach wird die Rendite der Mezzanine und Equity Tranchen ausbezahlt (Mügge 2011: 55f).

Beim Zusammenstellen von CDOs haben VerkäuferInnen ein Interesse daran, Risiken möglichst zu verschleiern um höhere Preise zu erzielen. Ratingagenturen spielen bei der Bewertung von CDOs eine zentrale Rolle, konnten dieser jedoch nicht gerecht werden, (vgl. Kapitel 4, Seite 67; Mügge 2011: 56).

4.3.3 Die Rolle von Kreditderivaten in der Krise

Sowohl die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ, engl.: Bank for International Settlements, BIS) als auch die International Swaps and Derivatives Association (ISDA) veröffentlichen regelmäßig Zahlen zu Credit Default Swaps. Aufzeichnungen (vgl. Abb. 9, Seite 81) aus dem Jahr 2001 zeigen einen vergleichsweise geringen Umfang von ausstehenden (*outstanding*) CDS mit einem Gesamtvolumen von rund 600 Milliarden US-Dollar. So richtig in Fahrt kam der Handel mit Kredit-Swaps jedoch erst Mitte des Jahrzehnts. Innerhalb von nur drei Jahren (2. Halbjahr 2004 bis 2. Halbjahr 2007; hervorgehoben in Abb. 9, Seite 81) verneunfachten sich Credit Default Swaps und erlebten damit einen enormen Aufschwung. Ihren vorläufigen Höhepunkt erreichten sie im 2. Halbjahr 2007 mit beeindruckenden 58 Billionen US-Dollar (laut BIZ; bzw. 62 Billionen US-Dollar laut ISDA). Anschließend ging es, bedingt durch die Finanzkrise, schnell bergab. Innerhalb eines Jahres halbierten sich die CDS-Kontrakte von rund 60 Billionen auf ca. 30 Billionen US-Dollar und haben sich seither etwas unter diesem Wert eingependelt.

Abb. 9. Die Entwicklung von Credit Default Swaps



Quelle: Eigene Darstellung; basierend auf BIZ (2011) und ISDA (2010)

Es stellt sich nun die Frage, wie diese Zahlen zu interpretieren sind, weshalb Kredit-Derivate einen derartigen Aufschwung erlebten und welche Problematik damit verbunden ist. Dickinson (2008: 10ff) argumentiert, dass CDS zur Blasenbildung an Finanzmärkten beitragen und wenige große Akteure das gesamte System destabilisieren können. Die Konsequenzen müssen hingegen meist andere tragen (Dickinson 2008: 10). Normalerweise erfolgt die Ausweitung der Geldmenge von den Zentralbanken. CDS ermöglichen es Banken, Kredite zu verbriefen und somit gegen Ausfälle abzusichern (*Hedging*), wodurch sie ihre Bilanzen bereinigen und den Kredit ein weiteres Mal vergeben können⁷⁵. Die Motivation dahinter ist, mit möglichst wenig Eigenkapital eine möglichst hohe Rendite zu erzielen. Sinkt der Eigenkapitalanteil von beispielsweise neun auf sechs Prozent, bedeutet dies rund ein Drittel mehr Gewinn (bei gleichem Kapitaleinsatz), vorausgesetzt die durchschnittliche Rendite bleibt gleich. Mit niedriger Eigenkapitalquote steigt jedoch nicht nur die *Leverage* (Hebelwirkung), sondern auch das Risiko, mögliche Verluste nicht stemmen zu können (Altvater 2010: 65).

⁷⁵ Ein Überangebot an Krediten war kennzeichnend für die Finanzkrise 2008 (Mügge: 2011: 57)

Vor 2008 bewirkten CDS nicht nur eine Ausweitung der Kredite (quantitative Effekte) sondern änderten die Beziehung zwischen GläubigerInne und KreditnehmerInnen (qualitative Effekte). Gläubigerbanken haben für gewöhnlich ein hohen Anreiz, vergebene Kredite inklusive Zinsen zurück zu bekommen. Sie betreiben intensives Monitoring, überwachen Entscheidungen des Unternehmens und üben Druck auf das Management aus.⁷⁶ Dieser Anreiz wird durch CDS aufgeweicht, da Banken, Hedge Fonds etc. gegen mögliche Kreditausfälle abgesichert sind. Die GläubigerInnenposition haben nun die KäuferInnen der CDS inne. Versicherungsgesellschaften oder Pensionsfonds haben jedoch nicht das nötige Know-how für effektives Monitoring und überdies gar keinen Zugang zu unternehmensinternen Daten und Entscheidungen. „Debt Decoupling“ (Dickinson 2008: 13f) wird deshalb sowohl von Dickinson, wie auch von Skeel und Partnoy (2006: 1032ff) heftig kritisiert. Letztere zeigen dies am Beispiel der Bilanzfälschungen des Energiekonzerns Enron in den USA im Jahr 2001. Bevor der Skandal öffentlich wurde, verbriefen Gläubigerbanken insgesamt 800 Swaps im Gesamtwert von 8 Mrd. USD. Am hier skizzierten Beispiel wird der *Moral Hazard*⁷⁷ deutlich, der durch *Debt Decoupling* entsteht.

Dieses Spiel kann so weit gehen, dass es für eine Gläubigerbank oder einen Hedge Fond rational ist, ein gesundes Unternehmen bankrott gehen zu lassen: „(...)creditors with a negative economic interest can profit by destroying a productive, competitive company that may have just missed an interest payment“ (Dickinson 2008: 14). Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn ein Hedge Fond auf der einen Seite zwar Gläubiger ist und im Falle eines Bankrotts Verluste einfährt, andererseits jedoch Short-Positionen besitzt, d.h. Verkäufer von Optionen ist und von den KäuferInnen der Optionen einen vorher vereinbarten Betrag für ein Unternehmen bekommt, das nun bankrott ist: „But they profit by forcing the company to default, even if a default will destroy value (...)“ (Skeel; Partnoy 2006: 1035). Die sozialen Folgen müssen selbstverständlich von anderen getragen werden. Problematisch ist zudem, dass der Handel von CDS Over-the Counter abläuft, kaum reguliert ist und andere MarktteilnehmerInnen keinerlei Einsicht haben. Für Unternehmen, Ange-

⁷⁶ positive und negative Aspekte lasse ich an dieser Stelle außen vor

⁷⁷ Dickinson (2008: 14) definiert Moral Hazard als „tendency of insurance to alter the insured's behavior, or, more extensively, as the tendency to maximize one's own utility to the detriment of others when one does not bear the full consequences or enjoy the full benefits of one's actions.“

stellte oder AktienbesitzerInnen wäre es natürlich interessant zu wissen, inwiefern die Gläubigerbank Kredite in Form von CDS verbrieft und weiterverkauft hat (Skeel, Partnoy 2006: 1036f).

Der Missbrauch von CDS wurde der *American International Group* (AIG, Versicherungskonzern) im Zuge der Finanzkrise zum Verhängnis. Der Konzern begann 1998 mit dem Kauf von CDS, zwischen 2005 und 2007 sollten die Einkäufe explosionsartig ansteigen (Dickinson 2008: 18f). Risiken wurden angesichts der Komplexität falsch bewertet und führten schließlich zum Bailout.⁷⁸ Die nahezu komplette Verstaatlichung der AIG kostete die amerikanischen SteuerzahlerInnen rund 150 Mrd. US-Dollar (Dickinson 2008: 19; Mügge 2011: 57).

In ihrer Funktion Kreditrisiken neu zu verteilen, setzten CDS Anreize für Finanzmarktakteure, mit teils hochriskanten bzw. falsch bewerteten Collateralized Debt Obligations zu spekulieren.⁷⁹ Als klar wurde, dass viele der in CDOs verschachtelten Junk-Kredite nicht mehr bedient werden konnten und die Häuserpreise sanken, die ja den Gegenwert dargestellt hätten, brachte dies zahlreiche große Finanzinstitute zum Zusammenbruch: Freddy Mae, Fanny Mac, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Bear Stearns sind nur einige Beispiele einer langen Liste (Dickinson 2008: 15f). Die Kernaussage Dickinsons ist (2008: 15; siehe auch Mügge 2011: 60f), dass es ohne CDS nicht zu dieser massiven Ausbreitung von CDOs gekommen wäre.

Auf diese Weise haben Kreditderivate die Risiken zu den Banken zurückgebracht, obwohl der gesamtwirtschaftliche Nutzen von Derivaten darin hätte liegen sollen, sie aus dem Portfolio der Banken zu entfernen (Mügge 2011: 60).

Skeel und Partnoy wiesen bereits 2006 ausführlich auf die Probleme, die mit CDOs verbunden sind, hin (2006: 1040ff). Wie auch Mügge (2011: 68f) kritisieren sie das Zustandekommen von vermeintlich verlässlichen Ratings. Basierend auf komplexen mathematischen Formeln entstand der Eindruck, CDOs korrekt bewerten zu können und zog dadurch viele Akteure an, denen das Risiko ursprünglich viel zu hoch gewesen wäre

⁷⁸ engl. für Rettungsaktion

⁷⁹ Teile der Risiken wurden als CDS verbrieft und verkauft, weshalb die Eigenkapitalanforderungen gegen Null gingen (Mügge 2011: 60)

(Mügge 2011: 60).⁸⁰ Beim Veräußern von CDOs geht es vor allem darum, Tranchen möglichst so zu kombinieren, dass Risiken vertuscht werden um dadurch einen höheren Preis zu erzielen.

The process of rating CDOs becomes a mathematical game that smart bankers know they can win. A person who understands the details of the model can tweak the inputs, assumptions, and underlaying assets to produce a CDO that appears to add value, even though in reality it does not (Skeel; Partnoy 2006: 1044).

Später resümieren ebendiese:

There are two possibilities: either CDOs are being used to arbitrage a substantial price discrepancy in the fixed income markets or CDOs are being used to convert existing fixed income instruments that are priced accurately into new fixed income instruments that are overvalued. (...) In other words, CDOs either are evidence of a substantial and pervasive market imperfection, or they are being used to create one (Skeel, Partnoy 2006: 1046).

4.4 Maßnahmen der Europäischen Union

4.4.1 *Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlamentes und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps*⁸¹

Am 15. September 2010 veröffentlichte die Europäische Kommission einen ‚Vorschlag für eine Verordnung‘ über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps. Begründet wird der Vorschlag mit den Ereignissen der Finanzkrise 2008, als Leerverkäufe eine Abwärts-spirale der Aktienkurse verstärkten. Da es innerhalb der Europäischen

⁸⁰ Ausführlicher wird diese Problematik auf Seite 100 behandelt.

⁸¹ KOM 2010/482: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlamentes und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0482:FIN:DE:PDF> Zugriff am 27.1.2012. weiterführende Dokumente und die einzelnen Etappen sind unter http://ec.europa.eu/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=de&DosId=199648 abrufbar.

Union keinen spezifischen Rechtsrahmen für die Behandlung von Leerverkäufen gibt, fielen die von den Mitgliedstaaten ergriffenen Maßnahmen unterschiedlich aus. Hier sieht die Europäische Kommission Handlungsbedarf, da der derzeit fragmentierte Ansatz die Wirksamkeit der Beaufsichtigung einschränkt und die ergriffenen Maßnahmen Aufsichtsarbitrage nach sich ziehen. Leerverkäufe werden in zwei Kategorien unterteilt:

- *Gedekte Leerverkäufe*: Bevor Wertpapiere verkauft werden, wird eine Leihvereinbarung getroffen.
- *Ungedekte Leerverkäufe*: Es werden Wertpapiere verkauft, für die es keine Leihvereinbarung gibt.

(KOM 2010/482)

In der Begründung (Einleitung) der Verordnung⁸² wird darauf hingewiesen, dass die meisten Studien Leerverkäufen und CDS einen positiven Beitrag zur Markteffizienz zusprechen, da diese die Liquidität steigern und Preisblasen durch überbewertete Wertpapiere verhindern (KOM 2010/482: 3). Leider gibt es an dieser Stelle keinen Hinweis, auf welche Studien sich die Europäische Kommission bezieht. Wie weiter oben zu lesen ist, können CDS durchaus zu mehr Liquidität verhelfen, jedoch nicht ohne Risiko. Vor der Finanzkrise externalisierten Banken mit Hilfe von CDS Kreditausfallrisiken, um die vergebenen Kredite aus den Bilanzen zu entfernen. Dadurch entsteht natürlich mehr Liquidität, da der Kredit nun ein weiteres Mal vergeben werden kann. Das Kapital wurde jedoch vermehrt für Spekulationen bspw. auf CDOs verwendet – mit den bekannten katastrophalen Folgen.

In der Entstehungsphase der Verordnung wurden zahlreiche Interessensgruppen, einschließlich Wertpapierregulierungsbehörden und andere MarktteilnehmerInnen, konsultiert. Besonders relevant waren die Empfehlungen der ExpertInnengruppe „Europäische Wertpapiermärkte“ (ESME⁸³), die einen Bericht über Leerverkäufe erstellte. Der ‚Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden‘ (CESR⁸⁴) schlug ein paneuropäisches Offenlegungssystem für Aktienleerverkäufe vor. In der Phase der öffentlichen Konsultation (14. Juni bis 10. Juli 2010) erhielt

⁸² es ist immer „Vorschlag für eine Verordnung“ gemeint

⁸³ European Securities Markets Expert Group: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm

⁸⁴ Committee of European Securities Regulators, heute ESMA

die Kommission zudem 124 Beiträge⁸⁵ von anderen AkteurInnen (KOM 2010/482: 4f).

Rechtliche Aspekte

Instrumente, die in den Anwendungsbereich der Vorschläge fallen.

Der Vorschlag erfasst sämtliche Finanzinstrumente und soll den Risiken, die beim Leerverkauf entstehen können, entsprechend Rechnung tragen. Für Finanzinstrumente wie Aktien, Derivate auf Aktien, öffentliche Anleihen, Derivate auf öffentliche Anleihen und Credit Default Swaps, die mit eindeutig identifizierbaren Risiken oder Bedenken behaftet sind, gelten neue Transparenzvorschriften. Des Weiteren sieht der Vorschlag die Möglichkeit vor, vorübergehend zusätzliche Transparenzvorschriften auf weitere Finanzinstrumente einzuführen, wenn die Finanzstabilität oder das Marktvertrauen ernsthaft gefährdet sind (KOM 2010/482: 7; im Detail in den Artikeln 1-4).

Transparenzvorschriften für Short-Positionen in bestimmten Instrumenten.

Die neuen Transparenzvorschriften sollen für natürliche und juristische Personen gelten, die signifikante Netto-Short-Positionen in EU-Aktien und EU-Schuldtiteln oder signifikante Positionen in Credit Default Swaps im Zusammenhang mit EU-Emittenten halten. Der Vorschlag sieht dazu ein zweistufiges Transparenzsystem vor. Wird eine niedriger angesetzte Meldeschwelle (1) erreicht, so ist die zuständige Regulierungsbehörde in Form einer privaten Meldung in Kenntnis zu setzen. Wird eine höher angesetzte Offenlegungsschwelle (2) erreicht, so ist die Öffentlichkeit zu informieren, wodurch andere MarktteilnehmerInnen nützliche Informationen über signifikante Leerverkaufspositionen erhalten. Diese Transparenzvorschriften gelten nicht nur für an Börsen gehandelte Finanzinstrumente, sondern ebenso für den Handel außerhalb der Handelsplätze (Over-the Counter). Ziel ist es, den Regulierungsbehörden vollständige und genaue Informationen zur Verfügung zu stellen, damit diese die Lage beurteilen können und systemische Risiken rechtzeitig erkennen (KOM 2010/482: 7f; im Detail in den Artikeln 5-11).

⁸⁵ Leider führt der Link zu diesen Beiträgen ins Leere. Ursprünglich waren sie hier abrufbar: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/short_selling_en.htm

Ungedeckte Leerverkäufe. Der Vorschlag sieht weiterhin vor, ungedeckte Leerverkäufe zum Handel zuzulassen, wenn folgende Bedingungen erfüllt sind:

- „die natürliche oder juristische Person hat die Aktie oder das öffentliche Schuldinstrument geliehen,
- die natürliche oder juristische Person hat bezüglich der Aktie oder des öffentlichen Schuldinstruments eine Leihvereinbarung getroffen,
- die natürliche oder juristische Person hat von einem Dritten die Zusage erhalten, dass die Aktie bzw. das öffentliche Schuldinstrument lokalisiert und für die Leihe an die natürliche oder juristische Person reserviert wurde, so dass das Geschäft bei Fälligkeit abgewickelt werden kann.“ (KOM 2010/482: 7f, Artikel 12)

Die Handelsplätze müssen geeignete Vorkehrungen treffen, um auf gescheiterte Transaktionen entsprechend zu reagieren. Tägliche Geldbußen oder das Verbot, weitere Leerverkäufe durchführen zu dürfen, können ausgesprochen werden (KOM 2010/482: 8; im Detail in den Artikeln 12 und 13).

Ausnahmen. Um dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit Rechnung zu tragen, sind einige Ausnahmeregelungen angedacht. Unternehmen, die einen Großteil ihrer Aktien an Handelsplätzen außerhalb der Europäischen Union haben, sind von der Regelung nicht betroffen. Eine weitere Ausnahmeregelung gilt für Market-Making-Tätigkeiten, da sie in der Regel keine signifikanten Short-Positionen besitzen. Akteure, die diese Ausnahmeregelung in Anspruch nehmen wollen, müssen bei den zuständigen Behörden anfragen (KOM 2010/482: 9f; im Detail in den Artikeln 14 und 15).

Eingriffsbefugnisse. In Ausnahmesituationen wird es den zuständigen Aufsichtsbehörden möglich sein, bisher zulässige Finanzinstrumente gegebenenfalls einzuschränken oder zu verbieten. Bei gefährdeter Finanzmarktstabilität können überdies zusätzliche Transparenzvorschriften eingeführt werden. Maßnahmen sollten grundsätzlich in enger Zusammenarbeit mit anderen Aufsichtsbehörden getroffen werden um Aufsichtsarbitrage zu verhindern. In diesem Prozess kommt der Europäi-

schen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) eine zentrale Rolle zu, da sie eine koordinierende Rolle einnimmt, um ein kohärentes Vorgehen zu gewährleisten. Darüber hinaus soll die ESMA die Verhältnismäßigkeit der getroffenen Maßnahmen überwachen und muss in jedem Fall Stellung dazu nehmen. Um eine Ausnahmesituation bewältigen zu können, dürfen Maßnahmen mit maximaler Gültigkeit von drei Monaten getroffen werden. Die Gültigkeit kann mehrmals um einen Dreimonatszeitraum verlängert werden und muss gegenüber der ESMA begründet werden.

Grundsätzlich wird davon ausgegangen, dass die nationalen Regulierungsbehörden entsprechende Maßnahmen verhängen. Sollte dies nicht geschehen, bleibt die Funktion der ESMA nicht auf eine rein koordinative beschränkt, sondern sie kann selbst zeitlich begrenzte Maßnahmen einleiten. Hier hat sie grundsätzlich die gleichen Eingriffsmöglichkeiten wie die nationalen Behörden. Letztere müssen auf jeden Fall von der ESMA in Kenntnis werden (KOM 2010/482: 10ff; im Detail in den Artikeln 16-25).

Befugnisse und Sanktionen. Laut Verordnung bekommen die zuständigen Behörden sämtliche Befugnisse, die sie zur Durchsetzung der Vorschriften benötigen. Diese umfassen unter anderem das Recht auf Akteneinsicht, das Auskunftsrecht sowie das Recht, Durchsetzungsmaßnahmen zu ergreifen. In Einzelfällen kann ihnen gestattet werden, zusätzliche Informationen zu Transaktionen mit Credit Default Swaps einzuholen, um den Zweck einer Transaktion zu überprüfen. Die EU-Regulierungsbehörden sollen zudem darin bestärkt werden, mit Regulierungsbehörden in Drittländern Kooperationsvereinbarungen zu treffen. Die ESMA nimmt bei der Ausarbeitung von Kooperationsvereinbarungen eine koordinierende Rolle ein (KOM 2010/482: 12; im Detail in den Artikeln 26-35).

4.4.2 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister⁸⁶

Begründung

„Durch die Finanzkrise sind außerbörslich (Over-the Counter) gehandelte Derivate (OTC-Derivate) ins Zentrum der Aufmerksamkeit der Regulierungsbehörden gerückt (KOM 2010/484: 2). Besonderes Augenmerk richteten die Regulierer dabei auf Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps). Im März 2009 verpflichtete sich die Kommission, auf der Grundlage eines Berichts über Derivate, geeignete Initiativen zur Verbesserung der Transparenz und der Festigung der finanziellen Stabilität zu ergreifen. Der Vorschlag ist im Kontext internationaler Bemühungen um den Ausbau der Stabilität des Finanzsystems, vor allem des OTC-Derivatemarkts, zu sehen (KOM 2010/484: 2f).

Ergebnisse der Anhörungen interessierter Kreise und der Folgenabschätzung

Seit Oktober 2008 sind die Kommissionsdienststellen in Kontakt mit verschiedenen AkteurInnen. In der, von der Kommission gegründeten, Arbeitsgruppe für Derivate⁸⁷ sind sowohl VertreterInnen von Finanzinstituten, zentralen Gegenparteien, wichtige MarktteilnehmerInnen sowie europäische Behörden (EZB, CESR, CEBS und CEIOPS) und nationale Behörden (AMF, BaFin, FSA) vertreten. In zwei offenen Konsultationen (3. Juli bis 31. August 2009; 14. Juni bis 10. Juli 2010) wurden zahlreiche Stellungnahmen eingebracht. Darüber hinaus nahmen bei einer Konferenz im September 2009 mehr als 400 TeilnehmerInnen aus Wissenschaft und Wirtschaft teil (KOM 2010/484: 3ff).

Rechtliche Aspekte des Vorschlags

Gegenstand, Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen. Laut Vorschlag ist der Anwendungsbereich umfassend. Er enthält einheitliche

⁸⁶ KOM 2010/484 (Europäische Kommission): Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0484:FIN:DE:PDF> Zugriff am 27.1.2012 weiterführende Dokumente und die einzelnen Etappen sind unter http://ec.europa.eu/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=de&DosId=199644 abrufbar.

⁸⁷ Derivatives Working Group, DWG

Anforderungen an finanzielle Gegenparteien, an nichtfinanzielle Gegenparteien (bei Überschreitung bestimmter Schwellen) und an sämtliche Klassen von OTC-Derivatekontrakten (KOM 2010/484: 6f; im Detail im Artikel 1). Sämtliche Begriffsbestimmungen sind in Artikel 2 zu finden, diese möchte ich an dieser Stelle nicht wiedergeben sondern nur darauf verweisen.

Clearing, Meldung und Risikominderung von OTC-Derivaten.

Beim G20-Gipfel wurde die Verpflichtung eingegangen, künftig alle standardisierten OTC-Derivate zu clearen⁸⁸. Um zu gewährleisten, dass möglichst viele OTC-Kontrakte gecleart werden, sieht die Verordnung zwei Ansätze vor:

- Bottom-up Konzept: die CCP (Central Counterparty) entscheidet, welche Kontrakte abzuwickeln sind. Dabei muss sie sich mit der zuständigen Behörde koordinieren. Diese wiederum steht in Kontakt mit der ESMA, welche entscheiden kann, ob das Kontrakt grundsätzlich einer Clearingpflicht im EU-Raum unterliegen soll.
- Top-down Konzept: Die ESMA entscheidet, welche Kontrakte einer Clearingpflicht unterliegen.

Nichtfinanzparteien fallen nicht in den Anwendungsbereich der Verordnung, außer sie überschreiten einen gewissen Schwellenwert. Dadurch soll verhindert werden, dass finanzielle Gegenparteien nichtfinanzielle Institute gründen, über die sie ihre OTC-Geschäfte abwickeln würden.

OTC-Derivate die nicht als für ein zentrales Clearing qualifiziert angesehen werden, werden auch künftig bilateral abgewickelt. Hier sieht die Verordnung einen angemessenen Austausch von Sicherheiten und eine verhältnismäßige Eigenkapitalausstattung vor. Damit sich die Transparenz erhöht, müssen alle Kontrakte oberhalb der Clearingschwelle an ein Transaktionsregister gemeldet werden (KOM 2010/484: 7-9; im Detail in den Artikeln 3-9).

Zulassung und Beaufsichtigung von CCPs. Ein zentrales Element zur Zulassung als CCP ist die Bedingung, dass die CCP über ausreichend Liquidität verfügt, entweder in Form von Zugang zu Zentralbankliquidität oder einer Mindestkapitalausstattung. CCPs werden von der Kommission als systemisch relevante Institutionen angesehen, weshalb sich

⁸⁸ „standardisiert“ bezieht sich auf Kontrakte, die für das Clearing durch CCPs (Central Counterparty) qualifiziert sind (KOM 2010/484: 7).

die ESMA in das Zulassungsverfahren einklinkt. Die Beaufsichtigung soll jedoch bei den nationalen Behörden bleiben, welche den alltäglichen Geschäftsbetrieb der CCPs untersuchen und regelmäßige Prüfungen durchführen (KOM 2010/484: 7-9; im Detail in den Artikeln 10-23).

Anforderungen an CCPs

- *Organisatorische Anforderungen:* Die Verordnung schreibt vor, dass der Solidität und Regulierung von CCPs größte Aufmerksamkeit zukommen muss. Überdies müssen für CCPs solide Governance-Regelungen bestehen. Potentielle Interessenskonflikte zwischen EigentümerInnen, Verwaltung, Clearingmitgliedern sowie mittelbar Beteiligten sollen dadurch verhindert werden. Im Leitungsorgan sollen zudem unabhängige Mitglieder die Arbeit überwachen. Schließlich schreibt die Verordnung vor, dass Governance-Regelungen offenzulegen sind.
- *Aufsichtsrechtliche Anforderungen:* CCPs tragen das Risiko, dass eine der beiden Gegenparteien ausfällt und sie die Kosten übernehmen müssen. In dieser Rolle sind sie von zentraler Bedeutung und der Ausfall einer CCP selbst wäre in nahezu allen Fällen von systemischem Risiko für das Finanzsystem. Strenge aufsichtsrechtliche Regulierungen auf EU-Ebene sollen dies verhindern. So dürfen bspw. Risikomanagementfunktionen nie ausgelagert werden (andere Funktionen jedoch schon). Neben einer Mindestkapitalausstattung sind CCPs verpflichtet, einen Ausfallfond mit ihren Mitgliedern einzurichten (KOM 2010/484: 10-12; im Detail in den Artikeln 24-47).

Interoperabilität. Dieser Punkt wird von der Kommission erst noch im Detail ausgearbeitet. Fest steht derzeit, dass es einer behördlichen Zulassung bedarf, wenn eine CCP eine Interoperabilitätsvereinbarung mit einer anderen CCP schließen möchte. Die Risiken müssen dabei sorgfältig bewertet werden und die CCPs sollten gegenüber der zuständigen Behörde die Solidität der eingesetzten Systeme und Verfahren nachweisen (KOM 2010/484: 12; im Detail in den Artikeln 48-50).

Registrierung und Beaufsichtigung von Transaktionsregistern. Wie bereits erwähnt, unterliegen Transaktionen von OTC-Derivaten zur Steigerung der Transparenz einer Meldepflicht. Die Kommission legt bis spätestens 30. Juni 2012 Standards für die genaue Zulassung vor. Sämtli-

che Transaktionsregister werden auf der Homepage der ESMA veröffentlicht. Transaktionsregister werden von der ESMA zugelassen und überwacht, wobei die Lizenz jederzeit entzogen werden kann und Geldbußen ausgesprochen werden können (KOM 2010/484: 12; im Detail in den Artikeln 51-63).

Anforderungen an Transaktionsregister. „Ein Transaktionsregister muss über solide Governance-Regelungen verfügen, wozu eine klare Organisationsstruktur mit genau abgegrenzten, transparenten und kohärenten Verantwortungsbereichen und angemessenen internen Kontrollmechanismen einschließlich solider Verwaltungs- und Rechnungslegungsverfahren zählen, die die Offenlegung vertraulicher Informationen verhindern.“ (Artikel 64). Folgenden Stellen werden die Informationen zugänglich gemacht:

- der ESMA;
- den zuständigen Behörden, die die Aufsicht über die gemäß Artikel 6 berichtspflichtigen Unternehmen ausüben;
- der zuständigen Behörde, die die CCPs mit Zugang zum Transaktionsregister beaufsichtigt;
- den zuständigen Zentralbanken des ESZB.

Zur Registrierung als Transaktionsregister ist es notwendig, einen Sitz in der EU zu haben, wobei die ESMA Ausnahmeregelungen zulässt (KOM 2010/484: 12f; im Detail in den Artikeln 64-67).

Schlussbestimmungen

Der Prozess für ein neues Clearingsystem ist noch lange nicht abgeschlossen. Bis spätestens 31. Dezember 2013 überprüft die Kommission die institutionellen und aufsichtsrechtlichen Vorkehrungen, insbesondere die Rolle und die Zuständigkeiten der ESMA und erstattet darüber Bericht. Interoperabilitätsvereinbarungen, technische Standards und weitere Details werden von der ESMA bis 30. September 2014 bestimmt.

4.5 Zwischenfazit

Mit Ausbruch der Finanzkrise 2008 war sowohl für die USA als auch für die Europäische Union klar, dass Maßnahmen getroffen werden müssen, um angemessen auf die Ereignisse zu reagieren. Mittlerweile

befinden wir uns im Jahr 2011, also rund drei Jahre nach Ausbruch der Krise und die Europäische Union konnte sich noch nicht dazu durchringen, Maßnahmen zur Regulation von Derivaten festzusetzen. Einerseits wird daran deutlich, wie komplex die Regulation von Finanzmärkten ist, andererseits zeigt sich, wie umkämpft Regulationsversuche sind. Der Handel mit Derivaten ist für die Finanzbranche ein äußerst lukratives Geschäft. WEED (World Economy, Ecology & Development) sieht deshalb die Gefahr, dass das derzeit intensive Lobbying der Finanzindustrie die Vorschläge der Kommission verwässern wird (WEED, Newsletter Juli 2011⁸⁹).

Derivative Finanzinstrumente, insbesondere Credit Default Swaps, waren wie die Analyse zeigt, zentral für die Intensität der Krise. Einerseits sorgten sie, wie die Kommission sagt, für Liquidität am Markt, doch steht dem ein enormes Risiko gegenüber. Ein Überangebot an Krediten, völlig falsch bewertete Collateralized Debt Obligations, unregulierte Märkte und fehlende Transparenz sorgten für einen giftigen Cocktail. In den beiden analysierten ‚Vorschlägen für Verordnungen‘ wird darauf eine Antwort gesucht. Mit den Vorschlägen gibt es jedoch weder die Garantie, noch die Bemühung, dass zukünftig mehr OTC-Derivate gecleart werden (WEED, Newsletter Juli 2011).

In den Dokumenten wird zudem eine Bekenntnis dazu vermisst, den Handel mit OTC-Derivaten nachhaltig einschränken und verringern zu wollen und somit der Finanzialisierung (vgl. Kapitel 1.3, Seite 13) entgegenzuwirken. Zudem lassen sich einige Schlupflöcher für beispielsweise Pensionsfonds ausmachen, die bis zu drei Jahren von den neuen Regelungen ausgenommen werden (WEED, Newsletter Juli 2011). Die Euro-Krise ist nicht Gegenstand dieser Arbeit, doch verdeutlichen die aktuellen Ereignisse zunehmend, wie wichtig Regelungen für CDS wären, um Spekulationen gegen den Euro(!) einzudämmen. Eine geplante Obergrenze für Kreditderivate konnte nirgends ausfindig gemacht werden. Leerverkäufe, gedeckte und ungedeckte bleiben weiterhin zulässig, allerdings mit neuen Transparenzvorschriften. Hier haben einige Mitgliedsstaaten bereits reagiert und ein Verbot für ungedeckte Leerverkäufe ausgesprochen.

⁸⁹ Abrufbar unter http://www2.weed-online.org/uploads/eu_financial_reforms_newsletter_july_2011_pdf.pdf. Zugriff am 10.10.2011

Eine Neuerung ist sicherlich, dass die ESMA eingreifen kann, wenn die Regulierungsbehörden der Mitgliedsstaaten nicht angemessen auf systemische Risiken reagieren. Die ESMA wächst somit über eine rein koordinierende Rolle hinaus und soll zudem Strafen verhängen können. Ebenso wird die ESMA zahlreiche Rechte bekommen, um Transaktionen einsehen zu können und soll somit für mehr Transparenz sorgen.

Bis aus den Vorschlägen schlussendlich Verordnungen werden, wird es noch einige Monate dauern. Es bleibt abzuwarten, welche Punkte verschärft werden, und wo es der Finanzbranche möglicherweise gelingt, Maßnahmen zu verwässern. Derzeit ist jedenfalls keinerlei Bruch mit bisheriger Finanzmarktregulierung auszumachen. Die zahlreichen neuen Transparenzvorschriften werden kein Garant dafür sein, dass künftig weniger mit riskanten Finanzprodukten spekuliert wird. Überdies entsteht durch die CCPs ein neues, zusätzliches Risiko. Sollte eine CCP ausfallen und ihren Verpflichtungen nicht nachkommen können, wäre dies eine ernsthafte Gefahr für die Stabilität der Finanzmärkte.

5. Ein neuer Regulierungsrahmen für Ratingagenturen

5.1 Einleitung

Aufstieg der Ratingagenturen

Im Rampenlicht stehen Ratingagenturen erst seit wenigen Jahren, doch ihre Geschichte geht zurück bis in die Anfänge des 20. Jahrhunderts. John Moody veröffentlichte 1909 ein erstes Buch⁹⁰ über Ratingkriterien für Eisenbahnanleihen, um das Vertrauen von InvestorInnen für Eisenbahnprojekte zu wecken. Wenige Jahre später wurden die ersten Ratingagenturen gegründet, die ihr Geld über Gebühren von InvestorInnen verdienten – ein nicht unwesentlicher Aspekt, wie sich später zeigen wird (Partnoy 2006: 63; Rosenbaum 2009: 17f). Stützle (2011: 2f) bezeichnet dies als die erste Phase in der Geschichte der Credit Rating Agencies (CRA), die jedoch noch keine relevanten Finanzmarktteilnehmer darstellten. Nach der Weltwirtschaftskrise Anfang der 30er Jahre begann in einer zweiten Phase der politische Aufstieg von Ratingagenturen. Zur Verhinderung einer neuerlichen Finanzkrise wurde ihnen durch die SEC⁹¹ die Aufgabe zugeteilt, für InvestorInnen zwischen sicheren und spekulativen Finanzanlagen zu unterscheiden. Zudem verlangte die SEC Ratings für Wertpapiere, die von Banken als Sicherheiten (Eigenkapital) gehalten wurden, wodurch den CRAs eine regulatorische Funktion zugewiesen wurde und die Ratings praktisch zum Gesetz wurden (Bösch 2011: 2; Stützle 2011: 3).

Eine dritte Phase setzte nach Stützle (2011: 3) in den frühen 1970er Jahren mit Beginn der Finanzialisierung (vgl. Kapitel 1.3, Seite 13) ein und Ratingagenturen sollten wesentlich an Bedeutung gewinnen. Statt CRAs einer strengen Regulierung zu unterwerfen, entschied sich die SEC das System der *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO) einzuführen (Partnoy 2006: 64). Tatsächlich lizenziert wurden nur sieben CRAs, die jedoch nach kurzer Zeit zu drei großen Agenturen zusammenschmolzen und somit ein klassisches Oligopol bil-

⁹⁰ *Analysis of Railroad Investments*

⁹¹ *Security Exchange Commission* (USA)

deten (Stützle 2011: 3). Wesentlich einschneidender war hingegen die Tatsache, dass in den 1970er Jahren ein Paradigmenwechsel im Geschäftsmodell der CRAs stattfand. Wie eingangs erwähnt, wurden Ratingagenturen bisher durch Gebühren von InvestorInnen bezahlt. Das neue System sah demgegenüber eine Bezahlung durch die EmittentInnen vor und ist bis heute vorherrschend (Rousseau 2009: 14). Die sich daraus ergebenden Interessenskonflikte werden im Laufe dieses Kapitels behandelt (vgl. Seite 99).

Derzeit sind weltweit zwischen 130 und 150 Ratingagenturen aktiv, doch rund 95% des Marktanteils wird durch die drei großen CRAs abgedeckt: Moody's (ca. 40%), Standard & Poor's (ca. 40%) und Fitch (ca. 15%) (Bösch 2011: 2). Teilweise befinden sie sich in Streubesitz oder gehören zu großen Finanzkonglomeraten. Die derzeitigen Besitzverhältnisse sind jedenfalls als kritisch zu bewerten und implizieren geradezu Interessenskonflikte:

GroßunternehmerInnen und die größten InvestorInnen der Welt halten also die Ratingagenturen. Damit gehören die EigentümerInnen der Agenturen zu jenen, die selbst Aktien emittieren und von den Ratings der Agenturen abhängig sind (Bösch 2011: 5).

Der Aufstieg von Ratingagenturen war angesichts vorwiegend neoliberaler Denkmuster politisch gewollt und ist nicht alleine auf Marktkräfte zurückzuführen. Mit ‚Basel I‘ (1988) wurden CRAs entgeltlich zu einem Standbein der US-dominierten globalen Finanzmärkte, da beschlossen wurde, dass nur Wertpapiere mit Rating-Bestnoten zum Eigenkapital⁹² zählen. Der entgeltliche Durchbruch wurde 1999 mit ‚Basel II‘ besiegelt, als Ratings zum globalen Standard erklärt wurden und sich auch die Europäische Union in die Abhängigkeit von Ratingagenturen begab⁹³ (Partnoy 2006: 32; Stützle 2011: 3). Anstatt auf politisch ausgehandelte Regulation zu setzen, wurde ganz bewusst einer privatwirtschaftlichen Lösung der Vorzug gegeben. Ratingagenturen haben somit als private

⁹² Die Eigenkapitalmittel bestimmen den Umfang an Kredit, der von Banken vergeben werden darf. Verschlechtert sich das Rating für als Sicherheiten gehaltene Wertpapiere, müssen Banken ihr Eigenkapital aufbessern und können weniger Kredite vergeben (Stützle 2011: 3). Ratings wirken in diesem Fall prozyklisch und verschlimmern unter Umständen die gesamtwirtschaftliche Situation.

⁹³ Gemeint sind Ratings zur Bestimmung der Eigenkapitalmittel.

Akteurinnen eine öffentliche Regulierungsfunktion ohne in irgendeiner Weise demokratisch legitimiert zu sein (Rosenbaum 2009: 22f).

Interessenskonflikte

Ratingagenturen treten als Intermediäre zwischen EmittentInnen und InvestorInnen auf. Zwischen den beiden Letzteren gibt es Informationsasymmetrien, da die EmittentInnen ihre Finanzprodukte wesentlich besser kennen. InvestorInnen verfügen selten über die entsprechenden Kompetenzen, Ressourcen und Informationen um Produkte adäquat bewerten zu können. Hier kommen CRAs ins Spiel, die den emittierten Finanzprodukten ein scheinbar objektives Rating geben (Rousseau 2009: 25).

Seit den 1970er Jahren hat sich das Finanzierungsmodell von Ratingagenturen fundamental verändert. Wurden Ratings vormals von Seite der InvestorInnen bezahlt, stammt heute der Großteil der Einkünfte von den EmittentInnen, was potentielle Interessenskonflikte nach sich zieht. CRAs sind somit von den Gebühren der EmittentInnen abhängig. Im Falle schlechter Ratings ist es für die HerausgeberInnen von Finanzprodukten naheliegend, über einen Wechseln der Ratingagentur nachzudenken. Vorsichtig gesagt könnte es also passieren, dass Finanzprodukte tendenziell zu Gunsten der EmittentInnen bewertet werden um künftige Geschäfte zu sichern (Ashcraft; Schuermann 2008: 10; Rousseau 2009: 15). Darüber hinaus entscheiden die EmittentInnen über die Veröffentlichung eines Ratings. Die volle Bezahlung erfolgt jedoch nur bei Veröffentlichung, andernfalls wird lediglich eine *breakup fee* fällig. Dadurch haben CRAs ein Interesse an der Veröffentlichung ihrer Ratings, doch niedrig bewerteten Produkte wird dies verwehrt bleiben (Rousseau 2009: 20f).

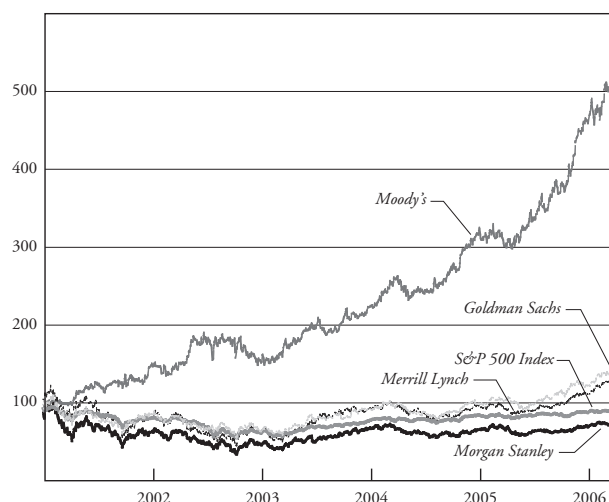
Neben einem problematischen Finanzierungsmodell sorgen vor allem Nebentätigkeiten für potentielle Interessenskonflikte. So wurden Firmen die Ratings in Auftrag gegeben hatten, gleichzeitig zur Strukturierung von Finanzprodukten beraten. Wenig verwunderlich, dass CRAs vor Ausbruch der Krise rund 60% aller Mortgage-Backed-Securities mit der Höchstnote ‚Tripple-A‘ auszeichneten (Bösch 2011: 18). Gleichzeitig war

die Benotung strukturierter Produkte ein überaus lukratives Geschäft. Einerseits konnten zusätzliche Consultingtätigkeiten angeboten werden, andererseits wurden Ratings für strukturierte Produkte wesentlich besser entlohnt. Moody's zum Beispiel erwirtschaftete im Jahr 2006 44% der Einnahmen durch Geschäfte mit strukturierten Produkten (Ashcraft; Schuermann 2008: 10f).

Blackbox Methoden

Pensionsfonds, Universitätsstiftungen, Gemeinden oder Regionalbanken verfügen meist nicht über die nötigen Informationen und Kompetenzen, um Anleihen richtig bewerten zu können. Damit ihr Kapital möglichst sicher ist, investieren sie ausschließlich in „sichere“ Anlagen und vertrauen auf die Ratings von CRAs (Peukert 2010: 481). Die Tatsache, dass mit Tripple-A versehene Anleihen, innerhalb weniger Tage auf Junk-Status herabgestuft wurden, wirft verständlicherweise Fragen zu den verwendeten Methoden zur Bewertung von CDOs, ABS, etc. auf (Crouhy et al. 2008: 8f). Die Methoden zeichnen sich vor allem durch einen hohen Grad an Intransparenz aus und niemand wusste wirklich, welche Faktoren herangezogen werden. Hinzu kommen die oben angesprochenen Interessenskonflikte und die Schwierigkeit, hochkomplexe, strukturierte Finanzprodukte überhaupt adäquat bewerten zu können. Zudem wurden in der Boomphase wesentlich mehr Ratings abgegeben, bei nahezu stagnierender Anzahl an AnalystInnen (Rousseau 2009: 22). Die drei großen CRAs beschäftigten jeweils rund 1000 AnalystInnen um 400.000 (Moody's), 1.400.000 (S&P) bzw. 700.000 (Fitch) Anleihen zu bewerten (Bösch 2011: 16; sowie Tabelle 1+2: Seite 4f). Ein Geschäft das sich, angesichts der guten Bezahlung gerade für strukturierte Produkte, durchaus lohnte. Partnoy (2006: 10) veranschaulicht dies anhand des Aktienkurses und anderer Faktoren der Ratingagentur Moody's:

Abb. 10. Moody's Aktienkursentwicklung im Vergleich zu den größten Investmentbanken



Quelle: Partnoy 2006: 10

Abb. 11. Moody's versus Major Financial Publishers

Company	Market cap (billions)	Revenue (billions)	Employees (number)	Operating cash (millions)	Operating margin (percent)	Price/revenue	Price/employee
Dow Jones	\$3.3	\$1.7	7,143	\$224	9	1.9	\$461,991
Reuters	\$9.3	\$5.3	15,475	\$413	11	1.8	\$600,969
Moody's	\$15.2	\$1.6	2,500	\$632	54	9.5	\$6,080,000

Quelle: Partnoy 2006: 10

Ein weiterer Kritikpunkt an den verwendeten Methoden ist ihre prozyklische Wirkung. In Boomzeiten fördern sie die Bildung von Finanzblasen, während sie bei negativen makroökonomischen Entwicklungen den Abschwung verstärken. Kurz gesagt wirken sich negative Aussichten auf die Ratings der als Sicherheiten gehaltenen Anlagen aus,⁹⁴ weshalb Banken ihr Eigenkapital aufbessern müssen und folglich weniger Kredite vergeben können (Ashcraft; Schuermann 2008: 44f).

⁹⁴ Strukturierte Finanzprodukte sind von makroökonomischen Entwicklungen wesentlich abhängiger als beispielsweise Unternehmensanleihen (Ashcraft; Schuermann 2008: 43).

Strukturierte Finanzprodukte⁹⁵

Hochgradig intransparent sind nicht nur die Methoden der Ratingagenturen sondern auch die von ihnen bewerteten strukturierten Finanzprodukte. Zwischen 2002 und 2006 verzeichnete der Markt für CDOs, MBS, ABS, etc. ein enormes Wachstum – nicht nur quantitativ, sondern auch qualitativ, was sich in zunehmend komplexer werdenden Finanzinstrumenten äußerte. Ratingagenturen verfügten jedoch weder über die nötigen personellen Ressourcen, noch über die Informationen, um abgegebene Ratings überwachen und gegebenenfalls anpassen zu können. Zudem war ihre Motivation für das enorm aufwändige Monitoring in Hinblick auf wesentlich lukrativere Anfangsratings entsprechend gering (Rousseau 2009: 22f). Darüber hinaus gab es im Gegensatz zu herkömmlichen Ratings für die Ratings von strukturierten Finanzinstrumenten keine historischen Erfahrungswerte, auf die sich CRAs allzu gerne berufen (Partnoy 2006: 69+FN 111).

5.1.1 Die europäischen und internationalen Rahmenbedingungen vor Inkrafttreten der Verordnung

Angesichts der zentralen Rolle von Ratingagenturen für die Finanzmärkte, gab es bereits vor der Verordnung 1060/2009 sowohl verbindliche, als auch unverbindliche Regulatorien. Auf europäischer Ebene spielte die Rahmenvereinbarung über die ‚Internationale Konvergenz der Kapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen‘ des ‚Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht‘ aus dem Jahre 2004 eine entscheidende Rolle (Amtenbrink 2009: 6). Diese wurde in der EU in den Richtlinien 2006/48/EG⁹⁶ und 2006/49/EG⁹⁷ mit Vorgaben für Eigenkapitalvorschriften umgesetzt.

⁹⁵ Strukturierte Finanzprodukte werden ab Seite 102 ausführlicher behandelt.

⁹⁶ Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0001:0001:DE:PDF> Zugriff am 1.1.2012

⁹⁷ Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0201:0201:DE:PDF> Zugriff am 1.1.2012

Die Richtlinie 2006/48/EG dient unter anderem dazu, die Berechnung der Eigenkapitalanforderungen zu bestimmen. Die Zuteilung der Risikogewichte richtet sich einerseits nach der Kategorie, der die Forderungen zugeordnet werden, andererseits nach der Qualität. In der Richtlinie wird explizit darauf hingewiesen, dass zur Bewertung der Kreditqualität die Ratings von Ratingagenturen herangezogen werden können (ebd., Art. 80, Abs. 1).⁹⁸ Voraussetzung dazu ist die Anerkennung der Ratingagentur durch eine zuständigen Behörde eines Mitgliedsstaats. Andere Mitgliedsstaaten können die Ratingagentur dann ohne eigene Prüfung ebenfalls anerkennen (ebd., Art. 80, Abs. 1+3). In Anhang VI, Teil 2 der Richtlinie werden die Kriterien zur Anerkennung definiert:

- *Objektivität.* Die Methodik für die Vergabe von Ratings muss „streng, systematisch und beständig“ sein und einer Validierung unterliegen, die auf historischen Erfahrungswerten beruht.
- *Unabhängigkeit.* Weder externe politische Einflüsse oder Restriktionen noch wirtschaftlicher Druck soll das Ratingurteil beeinflussen können. Überdies sollen die finanzielle und personelle Ausstattung, sowie die Sachkenntnisse der Agentur überprüft werden.
- *Laufende Prüfung.* Die zuständigen Behörden sollen sicherstellen, dass die abgegebenen Ratings laufend überprüft werden und der aktuellen finanziellen Situation angepasst werden. Bei Änderungen der Beurteilungsmethodik sind die zuständigen Behörden zu unterrichten.
- *Transparenz und Offenlegung.* Die Grundsätze der Kreditbeurteilungsmethodik müssen öffentlich zugänglich sein, damit sich andere MarktteilnehmerInnen ein Urteil über die Herleitung bilden können.

Zusätzlich zur Richtlinie 2006/48/EG hat sich der „Ausschuss der europäischen Bankenaufsichtsbehörden“⁹⁹ auf Leitlinien für die Anerkennung externer Ratingagenturen geeinigt.¹⁰⁰ Die Leitlinien dienen den Mitgliedsstaaten zur informellen Verständigung über die Anerkennung von Ratingagenturen (Amtenbrink 2009: 8). Darüber hinaus wurde in der Richtlinie (2006/48/EG) auf die Notwendigkeit zur Schaffung eines

⁹⁸ Details zur Berechnung von Eigenkapitalanforderungen finden sich in Anhang VI, Teil 1 der Richtlinie 2006/48/EG

⁹⁹ Committee of European Banking Supervision (CEBS, heute EBA).

¹⁰⁰ Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions, vom 20. Januar 2006. Abrufbar unter <http://www.eba.europa.eu/formupload/41/413b2513-5084-4293-a386-16385b80411d.pdf> Zugriff am 2.1.2012

gemeinsamen Anerkennungs- und Beaufsichtigungsprozess hingewiesen:

Aufgrund der Bedeutung externer Ratings für die Berechnung der Eigenkapitalanforderungen im Rahmen dieser Richtlinie ist es notwendig, einen angemessenen künftigen Anerkennungs- und Beaufsichtigungsprozess für Ratingagenturen im Auge zu behalten (ebd., Erwägung 39).

Des weiteren beschäftigen sich die Richtlinien 2003/6/EG¹⁰¹ (Insider-Geschäfte und Marktmanipulation) und 2003/125/EG¹⁰² (Anlageempfehlungen und Offenlegung von Interessenskonflikten), wenn auch nur am Rande, mit Ratingagenturen. In den Richtlinien wird von den CRAs gefordert, dass sie interne Politiken und Verfahren verabschieden, die die sachgerechte Darbietung der Ratings sicherstellen und nennenswerte Interessenskonflikte im Zusammenhang mit den Finanzierungsinstrumenten oder den Emittenten offenlegen (Amténbrink 2009: 9).

Auf internationaler Eben wird dem Verhaltenskodex für Ratingagenturen der *International Organisation of Securities Commission* (IOSCO) große Bedeutung zugeschrieben.¹⁰³ Obgleich der IOSCO-Kodex keinen rechtsverbindlichen Charakter aufweist, die Verhaltensvorgaben vergleichsweise unbestimmt sind und CRAs lediglich dazu auffordert werden, Verstöße zu begründen, sieht die Kommission den Kodex als globalen Maßstab an, weist jedoch auch auf Beschränkungen hin, die beseitigt werden sollten (Amténbrink 2009: 10f).

Wie sich zeigt, gab es bereits vor Inkrafttreten der Verordnung 1060/2009 sowohl auf europäischer, als auch auf globaler Ebene, Vorgaben für Ratingagenturen. Dementsprechend wird es Teil der Analyse sein, etwaige Brüche mit bisherigen Normen auszumachen.

¹⁰¹ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch). Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:DE:PDF> Zugriff am 3.1.2012

¹⁰² Richtlinie 2003/125/EG der Kommission zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:339:0073:0073:DE:PDF> Zugriff am 3.1.2012

¹⁰³ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions: Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Revised May 2008. Abrufbar unter <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf> Zugriff am 3.1.2012

5.2 Eine neue Verordnung zur Regulierung von Ratingagenturen¹⁰⁴

5.2.1 Begründung und Hintergrund der Verordnung

Das Europäische Parlament und der Rat sehen Ratingagenturen für die Finanzkrise mitverantwortlich, da sie das Kreditrisiko vor allem von strukturierten Kreditprodukten falsch einschätzten. So erhielten viele Subprime-Produkte bis kurz vor Ausbruch der Krise beste Ratings, wodurch die Risiken insbesondere von strukturierten Finanzprodukten vertuscht wurden. In den Marktturbulenzen wurden schließlich die Schwächen der von Ratingagenturen verwendeten Methoden und Modelle offen gelegt – ein Grund dafür könnte laut Vorschlag in einem oligopolischen Markt für Ratings liegen, der zu wenige Anreize für eine bessere Qualität der Ratings bietet (KOM 2008/704: 2).

Angesichts der Ereignisse rund um Ratingagenturen, schlagen das EP und der Rat im ‚Vorschlag für eine Verordnung‘ vier große Zielsetzungen vor, die den Ratingprozess verbessern sollen:

- *Interessenskonflikte* sollen vermieden oder zumindest offengelegt werden.
- Die *Qualität* der Methoden soll verbessert werden.
- Durch die Festlegung von Angabepflichten soll die *Transparenz* erhöht werden.
- Ein effizienter *Registrierungs- und Aufsichtsrahmen* soll zur Verhinderung von Aufsichtsarbitrage geschaffen werden (KOM 2009/704: 4).

Unabhängigkeit und Vermeidung von Interessenskonflikten

Damit Ratingagenturen das Vertrauen der Märkte zurückgewinnen können, schlagen das Europäische Parlament und der Rat Reformen für die internen Führungsstrukturen vor. In diesem Prozess sollen interne Kontrollen und Berichtsleitlinien installiert werden, die die Ratingfunktion von Geschäftsanreizen trennt. Sollte es dennoch zu Interessenskonflikten

¹⁰⁴ Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:DE:PDF> Zugriff am 3.1.2012

kommen, müssen diese angemessen gehandhabt werden und „vollständig, rechtzeitig, klar, präzise, spezifisch und sichtbar“ (KOM 2008/704: 8) offengelegt werden. Darüber hinaus müssen sich Ratingagenturen auf das Rating beschränken und dürfen keine beratenden Tätigkeiten ausüben. Zudem sollte sich die Vergütung der MitarbeiterInnen in erster Linie auf die Qualität der Ratings stützen (KOM 2008/704: 8f).

Qualität der Ratings

AnlegerInnen verfügen meist nicht über den nötigen Sachverstand, die zeitlichen und finanziellen Ressourcen oder die Informationen, um Ratings selbst vorzunehmen oder adäquat zu überprüfen. Deshalb verlassen sie sich auf Ratingagenturen, deren Ziel es nun sein muss, das tatsächliche Kreditrisiko zu ermitteln. AnlegerInnen sollten sich jedoch nicht blind auf diese Ratings verlassen, sondern sich ihr eigenes Urteil bilden und Entscheidungen sorgfältig prüfen. Damit versierte MarktteilnehmerInnen (Banken und andere institutionelle AnlegerInnen) die Solitität der Methoden kontrollieren können, sollen sie Zugriff auf die Methoden und Modelle der CRAs bekommen. Des Weiteren sollen die Agenturen verpflichtet werden, ihre Methoden kontinuierlich anzupassen und Finanzprodukte laufend zu überprüfen, damit sie sich nicht lediglich auf das Anfangsrating konzentrieren (KOM 2008/704: 9).

Angabe- und Transparenzpflichten

Besonders bei strukturierten Finanzprodukten zeigten die von den Agenturen angewandten Methoden und Modelle deutliche Schwächen. Mit dem Vorschlag von EP und Rat sollen AnlegerInnen strukturierte Produkte leichter von herkömmlichen Produkten (bspw. Ratings für Unternehmen oder Staaten) differenzieren können und die Möglichkeit haben, zusätzliche Informationen über Risikomerkmale anzufordern. Um interne Prozesse und Verfahren transparenter zu gestalten, sollen bestimmte Informationen (zu bspw. Interessenskonflikten, Methoden, grundlegenden Annahmen, Vergütung, historische Ausfallquoten, etc.) bekannt gegeben werden (KOM 2008/704: 9f).

Registrierung und Aufsicht

Damit Ratingagenturen ihre Tätigkeit in der Europäischen Union ausüben dürfen, müssen sie sich registrieren lassen. Der Vorschlag sieht den CESR als zentrale Anlaufstelle für Anträge vor, die Zuständigkeit für

die Registrierung und Beaufsichtigung soll jedoch bei den zuständigen Behörden des Herkunftsmitgliedstaats bleiben. Der CESR soll in den Registrierungsprozess involviert werden und Stellung zur Genehmigung oder zum Widerruf der Registrierung nehmen können. Die Kommission wird regelmäßig eine Liste mit den registrierten Ratingagenturen veröffentlichen (KOM 2008/704: 10f).

5.2.2 „Neue“ Regeln für die Abgabe von Ratings

Unabhängigkeit und Vermeidung von Interessenskonflikten

„Titel II“ kann als zentrales Element der Verordnung¹⁰⁵ angesehen werden, da hier die Regeln zur Abgabe von Ratings für CRAs definiert werden. Besonderes Augenmerk legen Parlament und Rat auf die Unabhängigkeit und Vermeidung von Interessenskonflikten. So müssen Ratingagenturen künftig „alle erforderlichen Schritte [unternehmen], um sicherzustellen, dass die Abgabe von Ratings nicht von bestehenden oder potentiellen Interessenskonflikten (...) beeinflusst wird“ (Art. 6, Abs. 1). Deshalb müssen CRAs künftig über ein Verwaltungs- oder Aufsichtsorgan verfügen, welches die Unabhängigkeit von politischer oder wirtschaftlicher Einflussnahme gewährleisten und Interessenskonflikte ermitteln und offenlegen soll (Anhang I, Abschnitt A, Abs. 1). Mindestens ein Drittel der Mitglieder des Verwaltungs- oder Aufsichtsorgan müssen unabhängige Mitglieder sein, die somit von Ratingtätigkeiten ausgeschlossen sind. Ihre Vergütung darf nicht an den geschäftlichen Erfolg der Agentur geknüpft sein und ihr Mandat besitzt eine Gültigkeit von höchstens fünf Jahren. Ihnen kommt die Aufgabe zu, die Entwicklung der Ratingpolitik, die Methoden und die Wirksamkeit der internen Qualitätskontrollen zu überwachen und die Erkennung, Beseitigung oder Handhabung und Offenlegung von Interessenskonflikten sicherzustellen (ebd., Abs. 2).

Für RatinanalystInnen sieht die Verordnung ein graduelles Rotationssystem vor (Art. 7, Abs. 4), da davon ausgegangen wird, dass sich langandauernde Beziehungen zu Unternehmen negativ auf die Unabhängigkeit auswirken können (Erwägung 33). Demnach dürfen führende Rating-

¹⁰⁵ Insofern nicht anders angemerkt, beziehen sich Quellenangaben dieses Kapitels und der Begriff „Verordnung“ auf die Verordnung (EG) Nr. 1060/2009.

analystInnen nicht länger als vier Jahre an Ratingtätigkeiten für ein und dasselbe bewertete Unternehmen teilnehmen, für nicht-führende AnalystInnen bzw. Personen, die die Ratings genehmigen, gilt ein Zeitraum von fünf, bzw. sieben Jahren (Anhang I, Abschnitt C, Abs. 8). Angesichts der rasanten Entwicklungen an den Finanzmärkten ein durchaus langer Zeitraum. So wuchs beispielsweise der Markt für Credit Default Swaps zwischen 2001 und 2007 von praktisch null auf über 60.000 Mrd. US-Dollar an (vgl. Abb. 9, Seite 81).

Eine weitere Maßnahme zur Vorbeugung von Interessenskonflikten ist die Einschränkung für direkt am Ratingverfahren beteiligte MitarbeiterInnen, Positionen im bewerteten Unternehmen einzunehmen. Für sie gilt eine Frist von sechs Monaten, erst danach dürfen sie Schlüsselpositionen im zuvor beurteilten Unternehmen bekleiden (Anhang I, Abschnitt C, Abs. 7). Selbst in der Stellungnahme der EZB¹⁰⁶ wurde diese Frist als deutlich zu kurz beurteilt:

Die EZB schlägt daher vor, dass direkt am Ratingverfahren beteiligte Mitarbeiter für einen Zeitraum von 18 (anstatt sechs) Monaten nach dem Rating keine Schlüsselposition in der Geschäftsführung des bewerteten Unternehmens annehmen sollten (CON/2009/38).

Eine exakte Definition von „Schlüsselpositionen“ lässt die Verordnung vermissen und Amtenbrink (2009: 23) gibt zu bedenken, dass der/die neue ArbeitgeberIn den/die ehemalige/n RatinganalystIn innerhalb der relativ kurzen Sperrfrist zum Schein in einer untergeordneten Position einsetzen könne. Hier wäre ein generelles Verbot für einen längeren Zeitraum wünschenswert gewesen, um einen größeren Beitrag zur Verhinderung von Interessenskonflikten zu leisten.

Um die Einhaltung der Verpflichtungen gemäß der Verordnung zu gewährleisten, werden Ratingagenturen mit der Schaffung einer unabhängigen Compliance-Funktion¹⁰⁷ betraut. Die Compliance-Beauftragten müssen Zugang zu allen relevanten Informationen haben und über die

¹⁰⁶ CON/2009/38: Stellungnahme der Europäischen Zentralbank zu einem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen. Abrufbar unter http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_11520090520de00010014.pdf Zugriff am 4.1.2012

¹⁰⁷ engl. compliance function department

entsprechenden Fachkenntnisse und Ressourcen verfügen (Anhang I, Abschnitt A, Abs. 5+6).¹⁰⁸

Im Falle von potentiellen Interessenskonflikten, beispielsweise durch personelle Verknüpfungen oder den direkten oder indirekten Besitz von Finanzinstrumenten des zu bewertenden Unternehmens, ist es CRAs untersagt, ein Rating abzugeben (Anhang I, Abschnitt B, Abs. 1-3). Dienstleistungen, wie die Beratung zur Strukturierung von Finanzprodukten, werden durch die Verordnung nicht grundsätzlich verboten, jedoch eingeschränkt, bzw. untersagt, sollten Interessenskonflikte festgestellt werden (ebd., Abs. 4). Nebendienstleistungen die keinen Interessenskonflikt hervorrufen sind weiterhin gestattet. Dazu zählen laut Verordnung Marktprognosen, Einschätzungen der wirtschaftlichen Entwicklung, Preisanalysen und andere Analysen allgemeiner Daten. Im Falle gleichzeitiger Ratingtätigkeiten müssen die Nebendienstleistungen in den Abschlussberichten der Ratings offengelegt werden (ebd., Abs. 4). Inwiefern sich die Möglichkeit, Nebendienstleistungen an KundInnen zu verkaufen, die gleichzeitig Ratingtätigkeiten in Anspruch nehmen, mit dem Gebot zur Vermeidung von Interessenskonflikten vereinbaren lässt, darf bezweifelt werden. Die Konfliktlage, die durch die wirtschaftliche Abhängigkeit der Ratingagenturen von ihren zahlenden KundInnen entsteht, ist jedenfalls nicht vollständig aufgehoben (Amentbrink 2009: 21).

Transparenzbemühungen für Methoden, Modelle und grundlegende Annahmen

Generell bemühen sich Parlament und Rat, mit der Verordnung für mehr Transparenz am Ratingmarkt zu sorgen. Methoden, Modelle und grundlegende Ratingannahmen wie mathematische Annahmen und Korrelationsannahmen sind von den CRAs dauerhaft offenzulegen (Anhang I, Abschnitt E, Teil 1, Nummer 5). Methoden und Modelle müssen laut Verordnung so gewählt sein, dass „Ratings auf gründlicher Analyse aller Informationen basieren (...)“ und diese „streng, systemisch und beständig sind und einer Validierung unterliegen, die auf historischen Erfahrungswerten (...) beruht“ (Art. 8, Abs. 2+3). Im Falle einer Änderung der Methoden, Modelle oder Annahmen, müssen davon betroffene Ratings erneut überprüft werden. Die Beurteilung, welche Ratings be-

¹⁰⁸ Die Compliance-Funktion fand im Verordnungsentwurf (KOM 2008/704) keine Erwähnung und stellt eine leichte Verschärfung der entgeltigen Verordnung dar.

troffen sind, unterliegt jedoch der CRA selbst (Art. 8, Abs. 6). Des Weiteren haben Ratingagenturen in einem jährlichen Transparenzbericht Informationen über Besitzverhältnisse, interne Kontrollmechanismen, Methoden, Compliance-Funktionen und andere Bereiche offenzulegen (Art. 12 sowie Anhang Teil I, Abschnitt E, Teil III).

Inwiefern Ratingagenturen den Forderungen der Verordnung nach mehr Transparenz nachkommen, ist fraglich. Das Geschäft der CRAs beruht ja geradezu auf geheimen Bewertungsmodellen, um einen komparativen Vorteil gegenüber der Konkurrenz zu erlangen. Darüber hinaus gibt es Bedenken, dass der Wunsch nach mehr Wettbewerb am Markt für Ratings dem Ziel der größeren Transparenz widerspricht.

Ein neuer Registrierungsrahmen für Ratingagenturen

Die wahrscheinlich größte Neuerung der Verordnung ist ein harmonisiertes Registrierungsverfahren für Ratingagenturen innerhalb der Europäischen Union. Der Registrierungspflicht (Art. 14) unterliegen alle CRAs, die ihren Sitz in der Gemeinschaft haben, doch wesentliche Aspekte der Prüfung des Antrags auf Registrierung blieben in der ursprünglichen Version der Verordnung 1060/2009 auf nationaler Ebene. Das Registrierungsverfahren wurde als vergleichsweise kompliziert angesehen (Amtenbrink 2009: 28) und orientierte sich stark an den Voraussetzungen, die bereits aus der Richtlinie 2006/48/EG bekannt waren (ebd., 25). Mit der neuen Aufsichtsarchitektur und der Umwandlung des Level-3-Ausschusses (CESR) in eine eigenständige Behörde (ESMA), kam neuer Schwung in die Regulierung von Ratingagenturen. Dementsprechend wurden im Mai 2011 mit der Verordnung 513/2011¹⁰⁹ einige Elemente der Verordnung 1060/2009 an den neuen Regulierungsrahmen angepasst. Besonders davon betroffen war das Registrierungsverfahren, welches von nun an ausschließlich durch die ESMA durchgeführt wird (VO 513/2011: Änderungsantrag 9).

Dem CESR wäre im Zulassungsverfahren eine reine Vermittlerrolle zugekommen, doch mit der Verordnung 513/2011 erhält erstmals eine Aufsichtsbehörde, in diesem Fall die ESMA, die direkte Aufsicht über eine

¹⁰⁹ Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:145:0030:0056:DE:PDF> Zugriff am 6.1.12

Gruppe von Finanzmarktinstitutionen (Bäcchstädt; Henn 2010: 11). Die Prüfung des Antrags auf Registrierung obliegt nun der ESMA und muss binnen 60 Tagen abgeschlossen sein. Auf ihrer Website veröffentlicht die ESMA zudem ein Verzeichnis¹¹⁰ mit allen registrierten CRAs und aktualisiert dieses bei einer neuen Zulassung (VO 513/2011: Art. 16-18).

Im Falle schwerwiegender Verstöße gegen die Bestimmungen der Verordnung, auf eigenen Wunsch der Ratingagentur, bei Nichterfüllung der an die Registrierung geknüpften Voraussetzungen oder anderer Gründe (vgl. ebd., Art. 20), kann die Registrierung widerrufen werden. Die Entscheidung darüber obliegt der ESMA, wobei die zuständige Behörde eines Mitgliedstaats die ESMA auffordern kann, zu überprüfen, ob es Gründe zum Widerruf der Registrierung gibt (ebd., Art. 20).

Neue Aufsichtsbefugnisse für die ESMA

In der ursprünglichen Version der Verordnung 1060/2009 blieben die wesentlichen Aufsichtsbefugnisse auf nationaler Ebene. Erst die Verordnung 513/2011, die einige Änderungen der ursprünglichen Verordnung zum Ziel hatte, brachte Neuerungen, die eine größere Harmonisierung der Aufsicht bedeuten.

Die Aufsichtsbefugnisse der ESMA können als durchaus umfassend betrachtet werden. Die ESMA kann sämtliche Informationen von der betroffenen Ratingagentur anfordern, die nach ihrer Ansicht zur Beaufsichtigung benötigt werden. Darüber hinaus kann sie Personen vorladen und zur Abgabe mündlicher oder schriftlicher Erklärungen auffordern (VO 513/2011: Art. 23c). Sollte es im Rahmen verdeckter Ermittlungen als notwendig betrachtet werden, kann die ESMA – mit gerichtlicher Genehmigung, sollte diese im Mitgliedstaat benötigt werden – die Aufzeichnung von Telefongesprächen oder Datenübermittlungen beantragen (ebd., Abs. 5). Prüfungen vor Ort in den Geschäftsräumen der CRA sind ebenfalls vorgesehen und bedürfen keiner vorheriger Ankündigung. Auf Wunsch der ESMA wird diese durch die zuständige Behörde und von Polizeikräften unterstützt (ebd., Art. 23d).

¹¹⁰ Ein Verzeichnis mit den in der EU registrierten CRAs findet sich auf der Homepage der ESMA: <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-CRAs> Zugriff am 6.1.12

Wurden von der ESMA Verstöße¹¹¹ gegen die Verordnung festgestellt, stehen ihr unterschiedliche Aufsichtsmaßnahmen zur Verfügung. Diese umfassen einen Widerruf der Registrierung, ein vorübergehendes Verbot zur Abgabe von Ratings und ein Aussetzen der Verwendung von Ratings (ebd., Art. 23e). Darüber hinaus kann die ESMA Geldbußen unterschiedlichen Ausmaßes verhängen (ebd., Art. 36a).

Die ExpertInnengruppe ‚Europäische Wertpapiermärkte‘ (ESME) hatte sich im Juni 2008 noch gegen eine zentralisierte Aufsicht ausgesprochen, da sie der Ansicht war, dass die Kosten den Nutzen überstiegen. Sie präferierte vielmehr ein selbstregulatorisches Modell, kombiniert mit Maßnahmen, die die Markteintrittsbarrieren für neue Ratingagenturen verringern. Die ESME verspricht sich von einem höheren Grad an Selbstkontrolle und mehr Konkurrenz eine bessere Qualität der Ratings (ESME 2008: 22).¹¹² Dem widerspricht eine Studie des IWF die festhält, dass neue Ratingagenturen in der Vergangenheit zu schlechterer Qualität führten und sieht dies durch die größere Auswahl für RatingkäuferInnen begründet (IMF 2010. In: Amtenbrink; Haan 2011: 28). Ähnliches wurde im Falle der neuen Konkurrenz für Standard & Poor’s und Moody’s durch Fitch festgestellt (Becker; Milbourn 2010. In: Amtenbrink; Haan 2011: 28). Die ESME bringt jedoch auch einen interessanten Punkt ins Spiel, der in den Abschlussbemerkungen dieses Kapitels aufgegriffen werden soll:

In fact, full formal regulation may be counterproductive as it might be seen by users in the market place to imply a level of official endorsement of ratings which is neither justified nor feasible (ESME 2008: 22).

5.3 Zwischenfazit

Angesichts der Aktualität des Themas sowie fehlender praktischer Erfahrungen, ist eine endgültige Bewertung der Reformbemühungen nur schwer möglich. Zudem wurde am 15. November 2011 ein weiterer Vorschlag¹¹³ zur Änderung der Verordnung 1060/2009 vom Europäi-

¹¹¹ Eine Liste der Verstöße findet sich in Anhang III der Verordnung 513/2011.

¹¹² ESME 2008: Role of Credit Rating Agencies. Abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf Zugriff am 8.1.12

¹¹³ KOM (2011) 747: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagentu-

schen Parlament und vom Rat veröffentlicht, der in dieser Arbeit jedoch nicht mehr berücksichtigt werden konnte. Dennoch lassen sich aus den bisherigen Reformschritten einige Tendenzen erkennen.

Bereits vor Inkrafttreten der Verordnung 1060/2009 gab es mit den Richtlinien 2006/48+49 Vorgaben für Ratingagenturen.¹¹⁴ Vieles leitet sich in der neuen Verordnung aus diesen Richtlinien ab, wodurch sich eine klare Pfadabhängigkeit feststellen lässt. Kriterien für möglichst objektive Methoden, ein hohes Maß an Unabhängigkeit sowie Maßnahmen zur Vorbeugung von Interessenskonflikten sind nichts Neues, wenngleich sie teilweise verschärft wurden. Zu Beginn des Kapitels (vgl. Seite 99ff) wurden einige zentrale, mit Ratingagenturen verbundene Probleme, benannt. Diese sollen hier nochmals aufgegriffen und in Kontext zu den bisherigen Reformen gesetzt werden.

- *Interessenskonflikte*: Die Problematik, die sich aus dem Issuer-Pays-Modell¹¹⁵ ergibt, wurde mit der Verordnung in keiner Weise gelöst. Ebenso sind Consulting-Tätigkeiten weiterhin für die EmittentInnen von Finanzinstrumenten gestattet und wurden nur leicht eingeschränkt. Darüber hinaus sind die EigentümerInnenstrukturen der Ratingagenturen bis heute problematisch, da Großunternehmen und die größten InvestorInnen die Mehrheit der Anteile halten.
- *Mangelhafte Methoden*: Die Verordnung fordert vor allem mehr Transparenz, wobei bestimmte Annahmen dauerhaft offenzulegen sind. Diese Vorgabe widerspricht geradezu der Arbeitsweise von Ratingagenturen, die aufgrund der Konkurrenzsituation darauf bedacht sind, möglichst wenig Informationen preiszugeben. Es muss jedenfalls bezweifelt werden, dass CRAs ihre Methoden vollständig offen legen werden. Die „sehr beschränkte Haftung von Ratingagenturen“ (Amtenbrink 2009: 33) wurde mit der Verordnung ebensowenig überdacht, doch gerade hier gäbe es enormen Handlungsbedarf. Ratings sind keine bloße (freie) Meinungsäußerung,¹¹⁶ sie übernehmen vielmehr eine Regulationsfunktion, ohne jedoch demokratisch legitimiert zu sein. RatinganalystInnen haben zu-

ren. Abrufbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/COM_2011_747_de.pdf Zugriff am 16.1.2012

¹¹⁴ Auf internationaler Ebene, jedoch ohne rechtsverbindlichen Charakter, ist der Verhaltenskodex für Ratingagenturen der IOSCO von zentraler Bedeutung.

¹¹⁵ Bezahlung der Ratingagenturen durch die EmittentInnen von Finanzprodukten.

¹¹⁶ Darauf berufen sich Ratingagenturen allzu gerne.

dem vor Ausbruch der Krise enorm von hochdotierten Ratings für strukturierte Finanzinstrumente profitiert, ohne dass sie später für die angerichteten Schäden haften mussten.

- *Registrierung und Beaufsichtigung*: Ursprünglich blieb die Beaufsichtigung auf nationaler Ebene, doch mit einer Änderung der Verordnung wurden der ESMA zahlreiche Kompetenzen zugesprochen. Dies kann durchaus als die größte Neuerung der Verordnung angesehen werden, da erstmals eine europäische Behörde direkte Aufsichtsbefugnisse über bestimmte Finanzmarktaktinstitutionen inne hat.
- *Oligopol*: Das Europäische Parlament und der Rat kritisieren zwar die mangelnde Konkurrenz¹¹⁷ und fordern, den Markteintritt neuer AkteurInnen zu erleichtern, bleiben in der Verordnung jedoch eine Erklärung schuldig, wie dies geschehen soll. Nach den Erkenntnissen dieser Analyse ist es jedoch ohnehin fraglich, ob durch mehr Konkurrenz die Qualität der Ratings tatsächlich zunimmt. Interessant ist jedenfalls, dass auf ein neoliberales Problem,¹¹⁸ eine neoliberale Antwort¹¹⁹ gefunden wurde, statt auf politisch ausgehandelte Regulierung zu setzen.

Die ESME warnt vor einer Regulation der Ratingagenturen, da dies als offizielle Anerkennung missverstanden werden könnte (vgl. Seite 112; ESME 2008: 22). Amtenbrink vertritt, wenn auch unter einer völlig anderen Motivation als die ESME, einen ähnlichen Standpunkt:

Als vielleicht „den“ größten Nachteil der Verordnung kann – so seltsam es auch klingen mag – die Existenz der Verordnung als solches angesehen werden (Amtenbrink 2009: 16f).

In der Verordnung wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass InvestorInnen nicht blind auf Ratings vertrauen sollen. Es stellt sich nun die Frage, inwiefern eine gesetzliche Regulierung nicht genau das Gegenteil bewirken könnte, da der Anschein einer strengen Regulierung und Beaufsichtigung entsteht (Amtenbrink 2009: 17). Die Frage lässt sich an dieser Stelle nicht endgültig beantworten, doch angesichts fehlender

¹¹⁷ ca. 95% der Ratings werden von den drei größten Ratingagenturen abgegeben.

¹¹⁸ Der Aufstieg der Ratingagenturen seit den 70er Jahren ist eng mit neoliberalen Entwicklungen und der zunehmenden Finanzialisierung verbunden.

¹¹⁹ Mit der Forderung nach mehr Konkurrenz wurde einer privatwirtschaftlichen Lösung der Vorzug gegeben.

Brüche mit der bisherigen Regulierung ist die problematische Rolle von Ratingagenturen noch lange nicht gelöst.

6. Fazit

Die vorliegende Arbeit ging der Frage nach, inwiefern in der aktuellen EU-Finanzreform Brüche (vgl. Seite 16) und Kontinuitäten mit der bisherigen Finanzmarktregulierung auszumachen sind. Hierzu wurden ausgewählte Bereiche ins Zentrum der Analyse gerückt, die maßgeblich zur Finanz- und Weltwirtschaftskrise beitrugen. An dieser Stelle sollen nun die Ergebnisse zusammengefasst werden.

Mit der Gründung der *High-Level Group on Financial Supervision in the EU* hatte die Europäische Union die Möglichkeit, kritischen Sachverstand in die Reformvorschläge einfließen zu lassen. In der Analyse stellte sich jedoch heraus, dass sämtliche Mitglieder der Gruppe eng mit neoliberalen Think Tanks, Finanzinstituten und Regierungsinstitutionen verbunden sind. Weshalb ausgerechnet auf jene Akteure gesetzt wurde, die sich in den letzten Jahrzehnten für Liberalisierung und Deregulierung stark machten und somit die Finanzialisierung vorantrieben, ist wenig verständlich. Somit wurde bereits mit der Auswahl der Mitglieder die Art und Reichweite der Reformvorschläge erheblich eingeschränkt.

Insgesamt ist der Abschlussbericht der Gruppe durch Pfadabhängigkeiten geprägt, die sich aus dem Lamfalussy-Verfahren ergeben. An der primär nationalstaatlichen Regulierung und Aufsicht wird sich vermutlich wenig ändern, da die Reformvorschläge nur begrenzte Kompetenzen für die drei ‚Europäischen Aufsichtsbehörden‘ vorsehen. Die makroprudentielle Aufsicht soll vom ‚Europäischen Rat für Systemrisiken‘ (ESRC) übernommen werden. Gegenkonzepte zur bisherigen Finanzmarktregulierung oder eine tiefergehende Kritik wie sie das Konzept der Finanzialisierung formuliert, lässt der Bericht vermissen.

Obgleich der Bericht der High-Level Group keinerlei rechtliche Verpflichtungen beinhaltet, war er – wie sich in dieser Arbeit zeigte – von zentraler Bedeutung für die Ausgestaltung der neuen Finanzaufsichtsarchitektur. Bei der konkreten Umsetzung kam es jedoch zu zahlreichen Aufweichungen zwischen den Verordnungsvorschlägen und den endgültigen Verordnungen. Besonders die Interventionen des ‚Rats für Wirtschaft und Finanzen‘ (ECOFIN) verwässerten die ursprünglich geplanten Maßnahmen von Parlament und Kommission. So wurde ein Absatz auf Drängen des ECOFIN aus den Verordnungsvorschlägen gestrichen, der den Europäischen Aufsichtsbehörden exklusive Aufsichtsbefugnisse

für gemeinschaftsweit tätige Institute zugesprochen hätte. Darüber hinaus wurde das Erlassen von rechtlich verbindlichen Maßnahmen und Anordnungen durch verschiedene „Filter“ zusätzlich erschwert. Im Gegensatz zu den Aufsichtsbehörden hat der ‚Europäische Ausschuss für Systemrisiken‘ (ESRB) erst gar nicht die Möglichkeit, verbindliche Maßnahmen herauszugeben.

Insgesamt wurden drei neue Aufsichtsbehörden (ESA; Mikroaufsicht) und der Ausschuss für Systemrisiken (ESRB; Makroaufsicht) gegründet. Die drei neuen Behörden lösen die Level-3-Ausschüsse ab und wurden im Vergleich zu diesen mit mehr Kompetenzen ausgestattet.¹²⁰ Dass die Behörden auf Frankfurt, London und Paris aufgeteilt sind, wird als Nachteil angesehen, da dies der Entwicklung der Finanzmärkte nicht gerecht wird.¹²¹ Aufgabe der Behörden wird es sein, Regulierungsstandards, Leitlinien, Empfehlungen, gemeinsame Methoden uvm. zu erarbeiten sowie zwischen den nationalen Behörden zu vermitteln. Die tatsächliche Beaufsichtigung der FinanzmarktteilnehmerInnen bleibt hingegen auf nationaler Ebene.¹²² Dies zu ändern ist insbesondere am Widerstand durch den ‚Rat für Wirtschaft und Finanzen‘ gescheitert. Ein Bruch mit dem bisherigen Aufsichtsregime kann dementsprechend nicht festgestellt werden.

Derivative Finanzinstrumente und im Besonderen *Credit Default Swaps* waren, wie die Analyse zeigt, maßgeblich für die Intensität der Krise verantwortlich. Über drei Jahre nach Ausbruch der Krise konnte sich die Europäische Union noch nicht dazu durchringen, Verordnungen zur Regulierung von Derivaten zu erlassen. Daran zeigt sich einerseits, wie komplex das Vorhaben ist, andererseits wird deutlich, wie umkämpft Regulierungsversuche sind, da der Handel mit Derivaten ein äußerst lukratives Geschäft für die Finanzbranche ist. In den derzeitigen Verordnungsvorschlägen wird ein Bekenntnis dazu vermisst, Derivategeschäfte nachhaltig einzuschränken um der zunehmenden Finanzialisierung entgegen zu wirken und mit Derivaten verbundene Risiken zu verringern. Immerhin sehen die Vorschläge Befugnisse vor, die es der ESMA erlauben, gewisse Finanzprodukte zu verbieten, wenn die nationalen Aufsichtsbehörden auf systemische Risiken nicht angemessen reagieren. Eine

¹²⁰ Einen Überblick über die neue Aufsichtsarchitektur bietet Abb. 2, Seite 59.

¹²¹ Bank-, Wertpapier- und Versicherungsgeschäfte lassen sich heute kaum voneinander trennen.

¹²² Ratingagenturen bilden hier eine Ausnahme.

generelle Obergrenze für Kreditderivate oder ungedeckte Leerverkäufe soll es hingegen nicht geben. Wie die Verordnungen schlussendlich aussehen werden und ob es zu ähnlichen Aufweichungen kommen wird, die während der Ausgestaltung des ‚Europäischen Finanzaufsichtssystems‘ (ESFS) nachgewiesen werden konnten, lässt sich derzeit nicht vorhersehen. Aus den aktuellen Vorschlägen lässt sich jedenfalls kein Bruch mit der bisherigen Regulierung feststellen.

Ratingagenturen trugen entscheidend dazu bei, strukturierte Finanzprodukte durch vermeintlich objektive Ratings auch für InvestorInnen mit konservativer Anlagestrategie interessant zu machen. Ratingagenturen profitierten vom Geschäft mit strukturierten Finanzprodukten enorm, obwohl die Methoden zur Bewertung, wie sich im Nachhinein erwies, mangelhaft waren. Darüber hinaus war das Geschäftsmodell durch zahlreiche Interessenskonflikte gekennzeichnet. Die ‚Verordnung über Ratingagenturen‘ ist sich dieser Problematik durchaus bewusst, konnte jedoch nach Ansicht der Analyse nicht die richtigen Antworten finden. Die Problematik, die sich aus dem Issuer-Pays-Modell ergibt, besteht weiterhin. Consulting-Tätigkeiten wurden zwar eingeschränkt, jedoch nicht verboten. Die EigentümerInnenstrukturen sind bis heute problematisch und die Haftung für abgegebene Ratings ist allenfalls stark beschränkt. Zudem gab es bereits vor der Verordnung zwei Richtlinien, die vergleichbare Ziele verfolgten.

Neu und durchaus beachtenswert ist hingegen die zentrale Registrierung und Beaufsichtigung auf EU-Ebene durch die ESMA. Dieser Schritt wurde erst durch eine Änderung der ursprünglichen Verordnung erreicht und bedeutet eine Aufwertung für die Europäische Aufsichtsbehörde. Erstmals erhält somit eine EU-Aufsichtsbehörde direkte Aufsichtsbefugnisse für eine Gruppe von Finanzmarktinstitutionen. Angesichts aktueller Entwicklungen muss jedoch die Frage gestellt werden, inwiefern es gelungen ist, Ratingagenturen politisch zu regulieren, oder ob nicht eher das Gegenteil der Fall ist. Ein Bruch im Umgang mit Ratingagenturen konnte jedenfalls nicht festgestellt werden, denn dazu wären tiefgreifende Reformen notwendig gewesen, die die Ratingagenturen in ihren Grundfesten erschüttert hätten. Stattdessen wird ihnen von politischer Seite (!) weiterhin eine zentrale Rolle für die Finanzmärkte zugeschrieben.

Insgesamt lassen sich aus den getroffenen Maßnahmen keine Brüche mit bisheriger Finanzmarktregulierung feststellen. Die derzeitigen Schritte bilden in keiner Weise ein Gegenkonzept zur Finanzialisierung der letzten vier Jahrzehnte, denn dazu wären entschiedene Schritte gegen Liberalisierung und Deregulierung notwendig gewesen. Viele Reformen stehen jedoch erst am Anfang und es wird sich zeigen, inwiefern es gelingt, die Finanzmärkte wieder unter politische Kontrolle zu bringen.

7. Literatur

EU-Dokumente

CON/2009/38: Stellungnahme der Europäischen Zentralbank zu einem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen. Abrufbar unter http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_11520090520de00010014.pdf Zugriff am 4.1.2012

De Larosière, Jacques; et al. (2009): Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Verfügbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_de.pdf

EBA (2006): Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions, vom 20. Januar 2006. Abrufbar unter <http://www.eba.europa.eu/formupload/41/413b2513-5084-4293-a386-16385b80411d.pdf> Zugriff am 2.1.2012

ESME 2008: Role of Credit Rating Agencies. Abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf Zugriff am 8.1.12

European Commission Press Release (2008): IP/08/1679, 11.11.2008. Abrufbar unter: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/09/41&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>. Zugriff am 27.10.2011

KOM (2009) 114: Mitteilung für die Frühjahrstagung des Europäischen Rates – Impulse für den Aufschwung in Europa. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:DE:PDF> Zugriff am 7.12.2011

KOM (2009) 499: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die gemeinschaftliche Finanzaufsicht auf Makroebene und zur Einsetzung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken. Abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0499:FIN:DE:PDF> Zugriff am 7.12.2011

KOM (2009) 501: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Europäischen Bankaufsichtsbehörde Abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_

market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_501_de.pdf Zugriff am 21.11.2011

KOM (2009) 502: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung Abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_502_de.pdf Zugriff am 21.11.2011

KOM (2009) 503: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde Abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_503_de.pdf Zugriff am 21.11.2011

KOM (2011) 747: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen. Abrufbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/COM_2011_747_de.pdf Zugriff am 16.1.2012

KOM (2010) 482: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0482:FIN:DE:PDF> Zugriff am 27.1.2012

KOM (2010) 484 (Europäische Kommission): Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0484:FIN:DE:PDF> Zugriff am 27.1.2012

Ratsdokument 14491/1/09 Kompromisstext der KOM (2009) 499. Abrufbar unter <http://register.consilium.europa.eu/pdf/de/09/st14/st14491-re01.de09.pdf> Zugriff am 7.12.2011

Ratsdokument 16748/1/09: Kompromisstext der KOM (2009) 501. Abrufbar unter <http://register.consilium.europa.eu/pdf/de/09/st16/st16748-re01.de09.pdf> Zugriff am 21.11.2011

- Ratsdokument 16749/09: Kompromisstext der KOM (2009) 502.
Abrufbar unter <http://register.consilium.europa.eu/pdf/de/09/st16/st16749-re01.de09.pdf> Zugriff am 21.11.2011
- Ratsdokument 16751/1/09: Kompromisstext der KOM (2009) 503.
Abrufbar unter <http://register.consilium.europa.eu/pdf/de/09/st16/st16751-re01.de09.pdf> Zugriff am 21.11.2011
- Richtlinie 2003/125/EG der Kommission zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:339:0073:0073:DE:PDF> Zugriff am 3.1.2012
- Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marksmisbrauch). Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:DE:PDF> Zugriff am 3.1.2012
- Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0001:0001:DE:PDF> Zugriff am 1.1.2012
- Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0201:0201:DE:PDF> Zugriff am 1.1.2012
- Richtlinie 2010/78/EU Des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG, 2002/87/EG, 2003/6/EG, 2003/41/EG, 2003/71/EG, 2004/39/EG, 2004/109/EG, 2005/60/EG, 2006/48/EG, 2006/49/EG und 2009/65/EG im Hinblick auf die Befugnisse der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung) und der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
- Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu>

eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:DE:
PDF Zugriff am 3.1.2012

Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken. Abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0001:0011:DE:PDF> Zugriff am 7.12.2011

Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 Des Europäischen Parlaments und des Rates zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/78/EG der Kommission: Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0012:0047:DE:PDF> Zugriff am 18.11.2011

Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 Des Europäischen Parlaments und des Rates zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/79/EG der Kommission: Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0048:0083:DE:PDF> Zugriff am 21.11.2011

Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 Des Europäischen Parlaments und des Rates zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission: Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0084:0119:DE:PDF> Zugriff am 21.11.2011

Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen. Abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:145:0030:0056:DE:PDF> Zugriff am 6.1.12

Monographien

- Altvater, Elmar (2010): Der große Krach – oder die Jahrhundertkrise von Wirtschaft und Finanzen, von Politik und Natur. Münster.
- Bösch, Valerie (2011): Ratings in der Krise. In: Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien (Hg.): Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft Nr. 110.
- Glebovski, Alexander (2005): Wirtschaftskriminalität – Geldwäsche mit Derivaten. Berlin.
- Hafner, Wolfgang (2002): Im Schatten der Derivate. Das Schmutzige Geschäft der Finanzelite mit der Geldwäsche. Frankfurt a.M.
- Heires, Marcel; Nölke, Andreas (2011): Finanzkrise und Finanzialisierung. In: Kessler, Oliver (Hg.) (2011): Die Internationale Politische Ökonomie der Weltfinanzkrise. Wiesbaden
- Kessler, Oliver (Hrsg.) (2011): Die internationale politische Ökonomie der Weltfinanzkrise. Wiesbaden.
- Mügge, Daniel (2011): Kreditderivate als Ursache der globalen Finanzkrise: Systemfehler oder unglücklicher Zufall? In: Kessler, Oliver (Hrsg.) (2011): Die internationale politische Ökonomie der Weltfinanzkrise. Wiesbaden.
- Peukert, Helge (2010): Die große Finanzmarktkrise. Eine staatswissenschaftlich-finanzsoziologische Untersuchung. Marburg
- Peukert, Helge (2010): Die große Finanzmarktkrise. Eine staatswissenschaftlich-finanzsoziologische Untersuchung. Marburg
- Rosenbaum, Jens (2009): Der politische Einfluss von Rating-Agenturen. Wiesbaden
- Steinbach, Armin; Steinberg, Philipp (2010): Nach der Krise ist vor der Krise. Haben wir die richtigen Lehren gezogen und was bleibt zu tun? Marburg
- Steinbach, Armin; Steinberg, Philipp (2010): Nach der Krise ist vor der Krise. Haben wir die richtigen Lehren gezogen und was bleibt zu tun? Marburg.

Wurz, Nadja (2007): Credit Default Swaps. Universität Wien.

Journals

Amtenbrink, Fabian (2009): Ratings in Europa: Kritische Anmerkungen zum europäischen Regulierungsansatz. In: Zentrum für europäisches Wirtschaftsrecht – Vorträge und Berichte. Nr. 179

Amtenbrink, Fabian; Haan, Jakob (2009): Regulation Credit Rating Agencies in the European Union: A Critical First Assessment of the European Commission Proposal. Abrufbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1394332 Zugriff am 16.1.2012

Amtenbrink, Fabian; Haan, Jakob (2011): Credit Rating Agencies. In: DNB Working Paper. No 278/January 2011 Abrufbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1760951 Zugriff am 16.1.2012

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

Bächstädt, Karl-Heinz; Henn, Markus (2010): Regulierung von Ratingagenturen: Aktueller Stand der Diskussion und Vorschläge zur EU-Regulierung. In: Kredit & Rating Praxis. 6/2010. S. 11-16

BIZ (2011): BIS Quarterly Reviews. International banking and financial market developments. Abrufbar unter: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1109.htm Zugriff am 12.11.2011

Bryan, Dick; Rafferty, Michael (2006): Financial Derivatives: The New Gold? In: Competition & Change, Vol. 10, No. 3, September 2006 265-282.

Cotterli, Somonetta; Gualandri, Elisabetta (2009): Financial crisis and supervision of cross-border groups in the EU. University of Modena and Reggio Emilia. Abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1507750>

Crouhy, Michel G.; Jarrow, Robert A.; Turnbull, Stuart M. (2008): The Subprime Credit Crisis of 07. Abrufbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1112467 Zugriff am 16.1.2012

- Dickinson, Eric (2008): Credit Default Swaps: So Dear To Us, So Dangerous. Fordham Law School. Verfügbar unter <http://ssrn.com/abstract=1315535>
- Dullien, Sebastian; Herr, Hansjörg (2010): Die EU-Finanzmarktreform. Stand und Perspektiven im Frühjahr 2010. Abrufbar unter <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/07157.pdf> Zugriff am 12.12.2011
- Epstein, Gerald (2002): Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy. University of Massachusetts, Amherst. Abrufbar unter: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin_Epstein.pdf Zugriff am 12.1.2012
- Ferran, Eilis (2010): Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision. Paper NO. 29/2011. Abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1701147> Zugriff am 12.12.2011
- Fishan, Andreas (2011): Re-Regulierung der Finanzmärkte nach der Kernschmelze im Finanzsektor? Rosa Luxemburg Stiftung RLS-Papers 7/2011. Abrufbar unter http://www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/rls_papers/Paper-Fisahn.pdf Zugriff am 12.12.2011
- Gottwald, Jörn-Carsten (2003): Finanzmärkte und staatliche Regelung. Warum die Finanzmärkte für Politik und Politikwissenschaft so wichtig sind. REGEM Analysis No. 2, May 2003, Trier University. Abrufbar unter: http://www.chinapolitik.de/studien/regem/regem_no2.pdf Zugriff am 18.1.2012
- Haar, Kenneth; Rowell, Andy; Vassalos, Yiorgos (2009): Would you bank on them?
- Hopt, Klaus (2011): Auf dem Weg zu einer neuen europäischen und internationalen Finanzmarktarchitektur. Institut für Rechtspolitik an der Universität Trier. IRP – Rechtspolitisches Forum, Nr. 50. Abrufbar unter http://ubt.opus.hbz-nrw.de/volltexte/2011/670/pdf/50_Hopt_EBook.pdf Zugriff am 12.12.2011
- ISDA (2010) Notional amounts outstanding at year-end, all surveyed contracts, 1987-present. Abrufbar unter: <http://www.isda.org/statistics/historical.html> Zugriff am 12.11.2011
- Krippner, Greta (2005): The financialization of the American economy. In: Socio-Economic Review; May 2005; 3, 2. S. 173-208.

- Abrufbar unter: <http://cas.umkc.edu/econ/economics/faculty/wray/631Wray/Week%207/Krippner.pdf> Zugriff am 21.1.2012
- Küblböck, Karin (2010): EU-Finanzmarktregulierung: Kosmetik oder operativer Eingriff? In: ÖFSE: Krisen und Entwicklung. Ausgabe 2010. Wien. Abrufbar unter <http://www.oefse.at/Downloads/publikationen/oepol/OEPOL2010.pdf> Zugriff am 12.12.2011
- McKenzie, Rex A. (2011): Casino Capitalism with Derivatives: Fragility and Instability in Contemporary Finance. University of Witwaterstrand (South Africa). In: Review of Radical Political Economies, June 2011, Vol. 43, No. 2, 198-215.
- Möllers, Thomas (2010): Sources of Law in European Securities Regulation – Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to de Larosiere. European Business Organization Law Review II: 379-407. Abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1725778>
- Montanaro, Elisabetta; Tonveronachi, Mario (2011): A critical assessment of the European approach to financial reforms. PSL Quarterly Review, vol. 64 n.258 (2011), 193 - 226. Abrufbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1938160 Zugriff am 12.12.2011
- Mügge, Daniel (2009): Tales of Tails and dogs: Derivatives and financialization in contemporary capitalism. In: Review of International Political Economy 16:3, August 2009: 514-526
- Murphy, Austin (2008): An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions. Oakland University. Verfügbar unter <http://ssrn.com/abstract=1295344>
- Palley, Thomas (2007): Financialization: What It Is and Why It Matters. The Levy Economics Institute. Working Paper No. 525. Abrufbar unter: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf Zugriff am 19.1.2012
- Partnoy, Frank (2006): How And Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers. In: University of San Diego. Legal Studies Research Paper Series. Research Paper No. 07-46. Abrufbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257 Zugriff am 16.1.2012

- Recine, Fabio; Teixeira, Pedro Gustavo (2009): The New Financial Stability Architecture in the EU. Paolo Baffi Centre Research Paper No. 2009-62. Abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1509304>
- Rousseau, Stéphane (2009): Regulation Credit Rating Agencies after the Financial Crisis: The Long and Winding Road Toward Accountability. Université de Montréal. Capital Markets Institute Research Paper. Abrufbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1456708 Zugriff am 16.1.2012
- Sablowski, Thomas (2003a): Krisentendenzen der Kapitalakkumulation. In: Das Argument 251, 45. Jg., Heft 3. Abrufbar unter: <http://www.oekonomiekritik.de/SablowskiKrisentheorie.pdf> Zugriff am 20.1.2012
- Sablowski, Thomas (2003b): Bilanz(en) des Wertpapierkapitalismus. Deregulierung, Shareholder Value, Bilanzskandale. In: PROKLA. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft, Heft 131, 33. Jg., 2003, Nr. 2. Abrufbar unter: <http://www.linksnet.de/de/artikel/18454> Zugriff am 20.1.2012
- Sablowski, Thomas (2008): Kapital, Kredit, Krise. In: Analyse & Kritik Nr. 533. Abrufbar unter: <http://www.linksnet.de/de/artikel/23911> Zugriff am 22.1.2012
- Siekman, Helmut (2011): Die Europäisierung der Finanzmarktaufsicht. Institute for Monetary and Financial Stability. Working Paper Series NO. 47 (2011). Abrufbar unter http://www.imfs-frankfurt.de/documents/WP_47_Siekman.pdf Zugriff am 12.12.2011
- Skeel, David; Partnoy, Frank (2007): The Promise and Perils of Credit Derivatives. In: University of Cincinnati Law Review, Vol. 75. 1019-1051.
- SOMO (2011): Why to integrate Sustainability criteria in financial regulation? Abrufbar unter http://somo.nl/publications-en/Publication_3648/at_download/fullfile Zugriff am 13.12.2011
- Stützle, Info (2011): Downgrade!!! Macht und Ohnmacht der Rating-Agenturen. In: Rosa Luxemburg Stiftung. Standpunkte 26/2011. Abrufbar unter http://www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Standpunkte/Standpunkte_26-2011.pdf Zugriff am 16.1.2012

- Weber, Beat (2009): Krisenbearbeitung durch Finanzmarktregulierung? Vier Anmerkungen zur aktuellen Reformdebatte. In: WISO (Wirtschafts und sozialpolitische Zeitschrift) 3/2009, S. 54-66
- WEED (2011), Newsletter Juli 2011, abrufbar unter http://www2.weed-online.org/uploads/eu_financial_reforms_newsletter_july_2011_pdf.pdf. Zugriff am 10.10.2011
- WEED (2011): Ein globales Finanzsystem im Dienst nachhaltiger Entwicklung. Abrufbar unter http://www2.weed-online.org/uploads/finanzsystem_im_dienst_nachhaltiger_entwicklung.pdf Zugriff am 13.12.2011
- Wigan, Duncan (2009): Financialisation and Derivatives: Constructing an Artifice of Indifference. University of Sussex. In: Competition & Change, Vol. 13, No. 2, June 2009 157-172.
- Wymeersch, Eddy (2011): Europe's New Financial Regulatory Bodies. Ghent University – Financial Law Institute; ECGI. Abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1813811> Zugriff am 12.12.2011

Internetquellen

- ESMA: Verzeichnis mit den in der EU registrierten CRAs findet sich auf der Homepage der <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-CRAs> Zugriff am 6.1.12
- Financial Times Deutschland, 2. Juli 2006: <http://www.ftd.de/karriere-management/management/:montagsportraet-charlie-mc-creevy-der-antagonist/91951.html> Zugriff am 27.10.2011
- Businessweek: <http://investing.businessweek.com/businessweek/research/stocks/people/person.asp?personId=794104&ticker=FTE:US&previousCapId=367964&previousTitle=France%20Telecom> Zugriff am 27.10.2011
- BIS (Bank for International Settlement) (2008): BIS Review 125/2008. <http://www.bis.org/review/r081017c.pdf> Zugriff am 28.10.2011
- Bruegel: <http://www.bruegel.org/about/> Zugriff am 28.10.2011
- Bruegel-Members: <http://www.bruegel.org/about/members/> Zugriff am 28.10.2011

CEPS (Centre for European Policy Studies): <http://www.ceps.eu/content/ceps-board-directors> Zugriff am 28.10.2011

EIB (Europäische Investitionsbank): http://www.eib.org/attachments/documents/cv_rainer_masera_en.pdf Zugriff am 28.10.2011

European CEO: <http://www.europeanceo.com/profiles/lars-nyberg> Zugriff am 28.10.2011

European Voice: <http://www.europeanvoice.com/article/imported/cunning-moneyman/63695.aspx> Zugriff am 27.10.2011

Friedrich-August-von-Hayek-Stiftung: http://www.hayek-stiftung.de/fileadmin/user_upload/Lebenslaeufe/Lebenslauf_Issing.pdf Zugriff am 28.10.2011

International Economy: http://www.international-economy.com/TIE_F08_Engelen.pdf Zugriff am 28.10.2011

Karriere.de: <http://www.karriere.de/service/rainer-masera-der-bankenfuerst-von-turin-112548> Zugriff am 28.10.2011

http://www.lobbypedia.de/index.php/Friedrich_August_von_Hayek_Stiftung Zugriff am 28.10.2011

Lobbypedia: http://www.lobbypedia.de/index.php/Jacques_de_Larosiere Zugriff am 27.10.2011

MoneyMarketing: <http://www.moneymarketing.co.uk/former-fsa-chair-callum-mccarthy-joins-jc-flowers/1002708.article> Zugriff am 28.10.2011

NZZ (Neue Züricher Zeitung): http://www.nzz.ch/finanzen/nachrichten/otmar_issing_haelt_den_markt_fuer_die_beste_medizin_1.12619626.html Zugriff am 28.10.2011

OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) <http://www.oecd.org/dataoecd/31/7/40131647.pdf> Zugriff am 28.10.2011

Project Syndicate: <http://www.project-syndicate.org/commentary/balcerowicz5/English> Zugriff am 28.10.2011

Washington Post: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2007/04/10/AR2007041001480.html> Zugriff am 28.10.2011

<http://www3.tcmb.gov.tr/inflation/Balcerowicz.pdf> Zugriff am 28.10.2011

Centre for Financial Studies (Goethe Universität Frankfurt): <https://www.ifk-cfs.de/index.php?id=120> Zugriff am 28.10.2011

Centre for Financial Studies (Goethe Universität Frankfurt): <https://www.ifk-cfs.de/index.php?id=68> Zugriff am 28.10.2011

IOSCO (International Organization of Securities Commissions) (2008): Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions: Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Revised May 2008. Abrufbar unter <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf> Zugriff am 3.1.2012

The Telegraph (2009): IMF puts total cost of crisis at £7.1 trillion. Abrufbar unter: <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/5995810/IMF-puts-total-cost-of-crisis-at-7.1-trillion.html> Zugriff am 22.1.2012

Abstract

Deutsch

Diese Arbeit wirft die Frage auf, inwiefern sich in der EU-Finanzreform Brüche und Kontinuitäten mit bisheriger Regulierung feststellen lassen. Mit dem Konzept der Finanzialisierung wird argumentiert, dass die Finanzmärkte enorm an Einfluss gewinnen konnten, sich jedoch gleichzeitig das Krisenrisiko erheblich erhöhte. Die von der EU beauftragte *High-Level Group* hätte entscheidende Impulse für eine Neuausrichtung geben können. Es wurde jedoch ausschließlich auf Personen gesetzt, die traditionell für Liberalisierung und Deregulierung stimmen. Dementsprechend überrascht es nicht, dass die neue Finanzaufsichtsarchitektur durch Pfadabhängigkeiten geprägt ist. Trotz der katastrophalen Folgen von Derivategeschäften, konnte bis heute keine Einigung zur Regulierung erzielt werden und selbst in den Vorschläge lassen sich keine Brüche feststellen. Ebenso wenig wurde die problematische Rolle von Ratingagenturen gelöst, die maßgeblich zur Intensität der Krise beitrugen.

Englisch

This thesis analyses the question in which to what extent the EU has made changes regarding the current regulations of the financial markets. Using the concept of financialization it is argued that financial markets play an increasingly crucial role for economies. Though, at the same time, the risk of a financial crisis has risen tremendously. The High-Level Group – mandated by the EU – could have suggested key ideas for a new supervisory system. However, the EU only put people in charge of the High-Level Group who had previously supported liberalization and deregulation. According to this it is not surprising that the new financial supervision architecture is influenced by former regulations. Although derivatives played a critical role in the crisis, the EU could not manage to agree on specific measures. Not even the present recommendations could make profound changes. Similarly the problematic role of credit rating agencies wasn't solved, despite the fact that they significantly accounted for the severity of the crisis.

Lebenslauf

Angaben zur Person

Name	Georg Gaag
Geburtsdatum	15. Februar 1983
Staatsangehörigkeit	Deutschland

Bildungsweg

Studium

2003 bis 2012	<i>Studium der Politikwissenschaft</i>
Schwerpunkte	Internationale Politische Ökonomie; Politische Bildung; Internationale Entwicklung

Schulen

2002	<i>Matura/Abitur</i> im Gymnasium Sachsenbrunn (Kirchberg am Wechsel)
1989 bis 2002	Diverse Schulen in Auerbach (Karlsbad), Frankfurt am Main, Pforzheim und Kirchberg am Wechsel

Berufserfahrung

Seit Jänner 2009	<i>Mobiletouch Austria GmbH</i> (Trainer für die A1 Akademie; grafische Aufbereitung von Schulungsunterlagen)
Herbst 2010	<i>Österreichischer Fußballbund</i> (Liaison Officer für diverse U19 Nationalmannschaften)
2005 bis 2008	<i>Ercon Unternehmensberatung und Vertriebsgesellschaft m.b.H</i> (Sales Agent)

Praktika

Juli bis August 2005	<i>Institut für Sozialarbeit und Sozialpädagogik e.V</i> (Recherche zu EU-Ausschreibungen; aktive Mitwirkung in internen Arbeitsgruppen)
2002-2003	<i>ÖJAB Europahaus Wien</i> (Rezeption; Bearbeitung von Studierendenangelegenheiten)