

Sebastian Dullien, HTW Berlin

## Anspruch und Wirklichkeit der Finanzmarktreform: Welche G20-Versprechen wurden umgesetzt?

Bewertung der Politikmaßnahmen nach der  
Finanzkrise 2008/9

### Kurzbeschreibung

Nach dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 haben die G20-Staats- und Regierungschefs in verschiedenen Gipfelerklärungen umfassende Re-Regulierungen des Finanzsektors und den Abbau globaler Ungleichgewichte versprochen. Die vorliegende Studie untersucht, inwieweit diese Versprechungen eingehalten worden sind. Dabei wird gezeigt, dass im Gegensatz zu gängigen Vorurteilen die Regierungen in den USA und der EU tatsächlich einiges bei der Regulierung des Finanzsektors auf den Weg gebracht haben und das Gros der Versprechungen aus dem Jahr 2009 eingelöst haben. Trotz der neuen Gesetze ist allerdings fraglich, ob künftig Finanzkrisen ähnlich jener aus dem Jahre 2008/9 verhindert werden können. Denn obwohl die G20-Vorschläge und die nun verabschiedeten Gesetze viele der problematischen Anreize und Praktiken im Finanzsektor künftig stärker regulieren, gehen sie das Grundproblem des Finanzsektors nicht an: Es gibt keinen umfassenden Ansatz, der Intransparenz und Komplexität des Finanzsektors zurückdrängen würde und Anreize setzte, damit der Finanzsektor künftig sich wieder vor allem auf die Finanzierung produktiver Realinvestitionen konzentriert. Auch ein nachhaltiger Abbau der globalen Ungleichgewichte – einer wichtigen Ursache der Krise – ist nicht abzusehen.

# Anspruch und Wirklichkeit der Finanzmarktreform: Welche G20-Versprechen wurden umgesetzt?

*Bewertung der Politikmaßnahmen nach der Finanzkrise 2008/9*

---

*Von Prof. Dr. Sebastian Dullien, HTW Berlin*

*Kurzstudie im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung*

*Im März 2012*

## **1 Einleitung**

Der dramatische Einbruch der globalen Konjunktur nach der Zuspitzung der US-Subprime-Krise und dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers hat den regierenden Politikern weltweit einen gehörigen Schock eingejagt. Auf den Treffen der Staats- und Regierungschefs der wichtigsten Wirtschaftsmächte, der G20 im Frühjahr und Herbst 2009 bestand große Einigkeit, dass sich eine Krise wie jene 2008/9 nicht wiederholen sollte. Nie wieder wollten Politiker die Weltwirtschaft durch eine Finanzkrise an den Rand einer Depression gedrückt sehen. Und nie wieder wollten sie sich vom Finanzsektor zu unpopulären und teuren Bankenrettungspaketen gezwungen sehen.

Diese Einsicht spiegelt sich in den Erklärungen vom G20-Gipfel in London im April 2009 sowie aus dem September 2009 wider. Diese Erklärungen sind deutlich detaillierter und weitgehender als frühere Erklärungen der G7 oder G8. Während in den G7- und G8-Erklärungen selten mehr als grobe Absichtserklärungen zu finden waren, werden in den G20-Statements aus dem Jahr 2009 zum Teil detaillierte technische Regulierungsvorschläge gemacht. Insgesamt lesen sich damit die Erklärungen höchst umfassend und verbindlich und bilden somit das damalige Gefühl dringender internationaler Kooperation ab.

Heute, im Frühjahr 2012, hat man allerdings oft den Eindruck, seit der Krise 2008/9 sei nicht viel passiert. Erneut gibt es Rufe nach Bankenrettungspaketen, diesmal, um die Folgen einer Krise in der Europäischen Währungsunion zu verkraften. Erneut gibt es Diskussionen um die Rolle der Ratingagenturen, diesmal allerdings nicht, weil diese mit ihren Fehlbewertungen die Banken zu übermäßig riskanten Investitionen verleitet haben, sondern wegen ihrer Rolle in der europäischen Schuldenkrise. Erneut gibt es Sorgen, dass die Positionen einiger Banken mit Finanzderivaten das globale Finanzsystem in eine Schieflage bringen könnten.

Aus Grund soll diese Kurzstudie beleuchten, inwieweit sich die Regierungen der G20 an ihre Versprechungen aus dem Jahr 2009 gehalten haben. Dazu soll in einem ersten Schritt herausgearbeitet werden, welche Versprechungen damals im Detail gemacht wurden. In einem zweiten Schritt sollen diese Versprechungen mit den tatsächlichen Reformfortschritten in der EU und den USA verglichen werden. In einem letzten Schritt soll dann bewertet werden, inwieweit diese Fortschritte tatsächlich ausreichend sind, um künftige Krisen zu vermeiden. Der Fokus auf die EU und die USA wurde dabei deshalb gewählt, weil die Subprime-Hypothekenkrise klar eine Krise mit ihrem

Ursprung in dem Finanzsystem der entwickelten Länder war. Die Reaktion der Regierungen in diesen Ländern ist deshalb zentral für die Reform der globalen Wirtschaftsordnung.

## 2 Die G20-Versprechungen aus dem Jahr 2009

Die G20-Versprechungen aus dem Jahr 2009 lassen sich in zwei grobe Kategorien teilen. Zum einen verspricht die G20, bestimmte übergeordnete Ziele anzustreben. Zum zweiten werden diese in den Abschlusserklärungen selber, aber auch in Zusatzerklärungen, etwa zur Finanzmarktregulierung, weiter spezifiziert.

Als wichtige übergeordnete Ziele, die im Zusammenhang mit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise stehen, finden sich in den G20-Erklärungen (G20, 2009b):

- **Abbau der globalen Ungleichgewichte:** „Einen Rahmen für kräftiges, stabiles, nachhaltiges und balanciertes Wirtschaftswachstum zu legen.“ („To launch a framework that lays out the policies and the way we act together to generate strong, sustainable and balanced global growth.“)
- **Verhindern von Übertreibungen am Finanzmarkt:** „Sicherstellen, dass die Aufsichtssysteme für Banken und andere Finanzinstitute Übertreibungen, wie jene, die zur Krise geführt haben, künftig unterbinden.“ („To make sure our regulatory system for banks and other financial firms reins in the excesses that led to the crisis.“)
- **Reform der internationalen Finanzarchitektur:** „Die internationale Finanzarchitektur so zu reformieren, dass sie den Anforderungen des 21ten Jahrhunderts gerecht werden.“ („To reform the global architecture to meet the needs of the 21<sup>st</sup> century.“)

Neben diesen, klar auf die Finanzkrise bezogenen Ziele, enthielt das Communiqué von Pittsburgh noch drei weitere übergeordnete Ziele, die sich allerdings eher auf Entwicklungsfragen und weniger auf Finanzmarktregulierung bezogen und deshalb hier nicht weiter behandelt werden.<sup>1</sup>

Die oben beschriebenen, übergeordneten Ziele sind in den G20-Statements weiter konkretisiert. Der Grad der Konkretisierung variiert dabei allerdings stark. Bei einigen der Detailziele werden nur grobe Leitlinien vorgegeben, bei anderen sind die G20-Statements extrem ausführlich. Auffällig ist dabei, dass vor allem technische Aspekte der Finanzmarktregulierung teilweise sehr weitgehend vorgegeben werden, während selbst die groben makroökonomischen Linien nur schwammig formuliert sind.

### 2.1 Konkretisierung des Abbaus globaler Ungleichgewichte

Wenig konkret sind die G20-Statements in Bezug auf den Abbau globaler Ungleichgewichte. Vor allem in dem Statement von Pittsburgh finden sich zwar längere Passagen zum Abbau globaler Ungleichgewichte. Neben der Umsetzung von Fiskalpolitik auf der nationalen Ebene, die „kurzfristig flexibel“ ist, gleichzeitig aber die „Anforderungen an langfristige Nachhaltigkeit erfüllt“ (G20, 2009b, S. 22), fordert die G20, „ausgeglichene Leistungsbilanzen zu fördern“, gleichzeitig aber Offenheit der Handels- und Kapitalbilanzen zu gewährleisten. Länder mit großen Leistungsbilanzdefiziten versprechen in dem Statement, mit ihrer Politik auf private Ersparnisse zu unterstützen, ihre

---

<sup>1</sup> Bei diesen Zielen handelte es sich um: (1) Verbesserung den Zugang zu Nahrungsmitteln, Brennstoffen und Finanzdienstleistungen für die Ärmsten; (2) Die graduelle Abschaffung von Brennstoff-Subventionen und direkte Unterstützung der Ärmsten und (3) Die Sicherung offener Märkte und Orientierung hin zu grünerem, nachhaltigerem Wachstum. Vgl. G20 (2009b).

Budgetdefizite abzubauen und den Exportsektor zu stärken. Länder mit großen Leistungsbilanzdefiziten versprechen, die inländischen Wachstumskräfte zu stärken. Dies solle über „gesteigerte Investitionen, Verringerung von Finanzmarktverzerrungen, Produktivitätssteigerung im Dienstleistungssektor, der Verbesserung der sozialen Sicherheitssysteme und dem Aufheben von Hindernissen für Nachfragewachstum geschehen“. Auffällig ist hier insbesondere die extrem unklare Formulierung der „Hindernisse für Nachfragewachstum“.

## 2.2 Konkretisierung der Reformen am Finanzmarkt

Wesentlich stärker konkretisiert sind die Reformvorschläge für Finanzmärkte, Finanzinstitutionen und deren Aufsicht, die die G20 unter dem Ziel „Verhindern von Übertreibungen am Finanzmarkt“ fasst. Hier werden viele jener Forderungen aufgegriffen, die sich in der einschlägigen Literatur zum Thema finden.<sup>2</sup> Allerdings werden vor allem radikalere Vorschriften nicht berücksichtigt, wie etwa die Idee, mit gezielter Veränderung der Mindestreserve- oder Eigenkapitalanforderung für Geschäfte mit Blasensektoren (z.B. Hypotheken in bestimmten Regionen) zu begrenzen oder die Beweispflicht bei der Regulierung von Finanzprodukten hin zu einer Art Finanz-TÜV umzukehren, sodass emittierende Institute zunächst Nutzen und Unbedenklichkeit von Finanzprodukten nachweisen müssten, bevor diese am Markt verwendet werden dürfen.

### 2.2.1 Struktur der Finanzaufsicht

Als Grundprinzip einer verbesserten Architektur der Finanzaufsicht nannte die G20 das Ziel, „alle systemisch wichtigen Finanzinstitutionen, -märkte und -instrumente“ einem „angemessenen Grad der Regulierung und Aufsicht“ zu unterwerfen (G20 2009, S. 3). Dazu sollte nach Aussage der G20 die Finanzaufsicht so reformiert werden, dass systemische und makroökonomische Risiken in einer „makro-prudentieller“ Risikoanalyse mit beobachtet und im Notfall Gegenmaßnahmen eingeleitet werden könnten.

Des Weiteren verpflichteten sich die G20-Regierungen, ihren nationalen Aufsichtsbehörden all jene Befugnisse zu geben, die notwendig sind, um benötigte Informationen zu sammeln. Über Internationalen Währungsfonds (IWF) und das Financial Stability Board (FSB) sollte zudem die Definition von systemisch wichtigen Institutionen, Märkten und Instrumenten soweit vereinheitlicht werden, dass Regulierungsarbitrage verhindert wird. IWF, FSB, Weltbank und das Basel Committee for Banking Supervision (BCBS) wurden zudem aufgefordert, Konzepte zur grenzüberschreitenden Abwicklung insolventer Finanzinstitute zu entwickeln.

### 2.2.2 Eigenkapitalanforderungen

Für die Reform der Eigenkapitalanforderungen nannte die G20 drei Ziele. Erstens sollten Finanzinstitute insgesamt mit höheren Eigenkapitalpolstern stabiler werden. Damit die Wahrscheinlichkeit von Bankenzusammenbrüchen gesenkt werden. Zweitens sollte prozyklische Kreditvergabe verhindert werden, die sich aus vorheriger Regulierung oft ergeben hatte. So hatten die Regeln oft dazu geführt, dass die Banken bei gegebenen Aktiva im Aufschwung geringere Eigenkapitalpolster halten mussten und deshalb ihre Kredite weiter ausweiten konnten, während im Abschwung mehr Eigenkapital bereit gehalten werden musste und die Kredite dann zurückgefahren wurden. Drittens sollten systemrelevante Institute noch einmal mit mehr Eigenkapital ausgestattet werden, um das Problem des „too big to fail“ zu entschärfen: Höhere Eigenkapitalquoten bei solchen Institutionen sollten dazu führen, dass im Krisenfall eine Rettung durch die öffentliche Hand möglichst ohne (Netto-)Kosten für den Staat zu erreichen wären.

---

<sup>2</sup> Vgl. United Nations (2009), Stiglitz (2011), Dullien et al. (2009, 2011).

Diese Reform der Eigenkapitalanforderungen sollten a) eine Erhöhung der geforderten Eigenkapitalquoten sowie b) eine Verbesserung der Qualität des Eigenkapitals beinhalten werden (G20, 2009, S. 2). Darüber sprach sich die G20 in Pittsburgh für ein Leverage Ratio aus, dass zusätzlich zu den Mindestkapitalanforderungen das Verhältnis von ungewichteten Aktiva zum Eigenkapital begrenzt (G20, 2009, S. 8).

### 2.2.3 Systemrelevante Finanzinstitute

Neben der Forderung nach höheren Eigenkapitalanforderungen für systemrelevante Finanzinstitute vereinbarte die G20 in ihrer Pittsburgh-Erklärung, dass systemrelevante Finanzinstitute für den Fall einer Pleite Pläne zur geordneten Abwicklung vorhalten müssen. Die nationalen Aufsichtsbehörden sollen dabei Arbeitsgruppen für die Behandlung von grenzübergreifenden Krisen bilden und die rechtlichen Grundlagen für grenzüberschreitende Zusammenarbeit legen (G20, 2009b, S. 9).

### 2.2.4 Hedge Fonds

Die G20 (2009, S. 3) vereinbarte, dass Hedge Fonds beziehungsweise deren Manager sich künftig registrieren lassen müssten und bestimmte Informationen an die Aufsichtsbehörden weitergeben sollen. Darüber hinaus sollten große Hedge Fonds verpflichtet werden, ausreichende Strukturen zum Risikomanagement einzuführen. Die Umsetzung sollte von den nationalen Aufsichtsbehörden überprüft werden.

### 2.2.5 Wertpapiermärkte

Für Wertpapiermärkte nannte die G20 vor allem zwei Wertpapierarten explizit: Verbriefungen und Derivate. Für **Verbriefungen** forderte die G20 (2009, S. 2) eine Reform des Selbstbehaltes bei den emittierenden Institutionen sowie eine Verbesserung der Sorgfaltsregeln. Für **Derivate** vereinbarte die G20 (2009, S. 3) die „Förderung“ von Standardisierung und der Überführung von Derivatgeschäften in zentrale Clearingstellen, um die Geschäfte und Positionen besser überwachen und regulieren zu können.

### 2.2.6 Ratingagenturen

Die Regulierung von Ratingagenturen nimmt in der Londoner Erklärung zur Stärkung der Finanzmärkte einen relativ großen Raum und einen eigenen Unterpunkt ein (G20, 2009, S. 6): Nach Vereinbarung der G20 sollen Ratingagenturen zum einen verpflichtet werden, sich zu registrieren. Zum anderen sollen sie einer Aufsicht unterworfen werden. Dabei soll ein besonderer Fokus auf das Vermeiden von Interessenskonflikten gelegt werden. Darüber hinaus sollen die Ratingagenturen verpflichtet werden, sowohl ihre bisherigen Ratings als auch die Informationen und Annahmen, die den Ratings zugrunde liegen, zu veröffentlichen.

Der Baseler Ausschuss wird beauftragt, die Rolle externer Ratings (also solcher von Ratingagenturen) bei der Bankenaufsicht dahingehend zu überprüfen, ob durch die Verwendung von Ratings etwa bei der Berechnung von Eigenkapitalanforderungen falsche Anreize gesetzt werden.

### 2.2.7 Managervergütung

Ebenfalls einen verhältnismäßig großen Raum nimmt in der G20-Erklärung die Frage nach der Begrenzung von Managergehältern ein (G20, 2009, S. 4). Dabei werden vor allem drei Dinge gefordert:

- Der Aufsichtsrat (bzw. das „board of directors“) soll eine aktive Rolle im Design, der Überwachung und Umsetzung von Vergütungssystemen bekommen

- Bonuszahlungen sollten so konstruiert sein, dass vom Management eingegangene langfristige Risiken mit berücksichtigt werden. So sollen insbesondere keine Bonuszahlungen auf kurzfristige Erträge abzielen, wenn damit langfristige Risiken eingegangen werden
- Die zeitnahe Veröffentlichung von klaren und umfassenden Informationen über die Vergütungssysteme, sodass Stakeholder, einschließlich der Aktionäre, die Vergütungspolitik überprüfen können

Die Vergütungspolitik der Finanzunternehmen sollte dabei nach G20-Beschluss im Rahmen der normalen Aufsicht ebenfalls überwacht und überprüft werden.

Die G20-Erklärung von Pittsburgh konkretisiert diese Vereinbarungen weiter. Insbesondere werden folgende Charakteristika für Vergütungssysteme gefordert (G20, 2009b, S. 8f):

- i) Vermeidung von über mehrere Jahre hinweg garantierte Boni
- ii) Anbindung eines signifikanten Bonus-Bestandteils an die langfristige Kursentwicklung (etwa durch die Ausgabe von Aktien oder Aktienähnlichen Wertpapieren)
- iii) Klare Widerspiegelung der Risikoposition des Instituts in den Vergütungssummen
- iv) Transparenz
- v) Begrenzung der variablen Vergütung als Teil der Erträge eines Instituts (um ein Absinken der Eigenkapitalquote zu vermeiden)
- vi) Unabhängige Überwachungsstrukturen der Vergütungspolitik

### **2.3 Konkretisierung der Reformen der internationalen Finanzarchitektur**

Bei der Reform der internationalen Finanzarchitektur geht es bei den G20-Beschlüssen nicht um weitreichende Strukturänderungen wie etwa die Debatte des globalen Wechselkurssystems oder auch nur der Schwankungen in den bilateralen Wechselkursen. Stattdessen benutzen die G20-Statements diesen Begriff, wenn es um Reformen am Internationalen Währungsfonds oder den Koordinationsgremien wie dem Financial Stability Forum geht.

Wichtiger Punkt in diesem Bereich ist die Vereinbarung, dass frühere Financial Stability Forum (FSF) in das Financial Stability Board (FSB) umzuwandeln, das mit einem breiteren Mandat und mehr Ressourcen ausgestattet ist und dem eine größere Zahl an Mitgliedern angehören. Mandat des FSB ist, "auf internationalem Level die Arbeit der nationalen Aufsichtsbehörden und der internationalen Standardisierungssetzungsgremien zu koordinieren sowie effektive Regulierungs-, Aufsichts- und Finanzmarktpolitiken zu entwickeln und zu promoten" (FSB 2012).

Darüber hinaus haben die G20-Mitglieder vereinbart, die IWF-Mittel aufzustocken und mittelfristig die Stimmgewichtung sowohl im IWF wie bei der Weltbank stärker dem tatsächlichen wirtschaftlichen Gewicht der Länder anzupassen. Dies bedeutet vor allem eine Umschichtung hin von Stimmrechten zu den schnell wachsenden Emerging Markets wie China oder Brasilien.

## **3 Umsetzung der regulatorischen Einzelmaßnahmen**

In Europa ist die Regulierung der Finanzmärkte auf eine ganze Reihe von Richtlinien und Verordnungen auf EU-Ebene aufgeteilt, die dann in nationales Recht umgesetzt worden sind oder noch umgesetzt werden (bzw. im Fall von Verordnungen direkt rechtlich bindend sind). In den USA beinhaltet der Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act einen weitreichenden Umbau der Regulierungs- und Aufsichtslandschaft. Im Unterschied zu den USA, wo praktisch alle

wichtigen Reformen auf einen Schlag mit dem Dodd-Frank-Act verabschiedet worden sind, ziehen sich die Regulierungsbemühungen in der EU weiter hin. Während einige wichtige Teile (etwa die Reform der Aufsichtsstrukturen) bereits verabschiedet sind, liegen für andere Felder lediglich Legislativentwürfe vor oder befinden sich noch im Gesetzgebungsverfahren.

### 3.1 Globale Ungleichgewichte

Wenig explizite Maßnahmen hat es bisher auf der globalen Ebene zum Abbau der globalen Ungleichgewichte gegeben. Zwar hat sich das Leistungsbilanzdefizit der USA nach der Krise zurückgebildet und betrug zuletzt nur noch rund 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Auch ist der Überschuss Chinas zurückgegangen. Diese Entwicklung spiegelt allerdings vor allem die schwache Wirtschaftsdynamik in den USA wider. Nach aktueller Prognose des IWF wird sich der Fehlbetrag in der US-Leistungsbilanz allerdings mit der vorhergesagten konjunkturellen Erholung 2012 erneut ausweiten (IMF 2011b). Zudem sind insbesondere die Überschüsse Chinas, aber auch Deutschlands weiter so groß, dass sie weiter zur globalen Instabilität beitragen könnten. Insbesondere hat es auf globaler Ebene keinerlei Versuche gegeben, das Problem der Leistungsbilanzungleichgewichte über formale Vereinbarungen oder zumindest ad-hoc-Koordinierung makroökonomischer Politik zu lösen.

In Europa hat es allerdings zumindest den Versuch gegeben, durch die Gesetzgebung das Problem der Ungleichgewichte anzugehen. Im Rahmen der sogenannten „Six-Pack“-Gesetzgebung zur Koordinierung der Wirtschaftspolitik in der EU sollen auch außenwirtschaftliche Ungleichgewichte behandelt werden. Dies geschieht künftig mit einem so genannten Score-Board-Verfahren, in dessen Rahmen Überschreitungen von bestimmten Grenzwerten bei einer Reihe von makroökonomischen Indikatoren (u.a. auch Leistungsbilanzungleichgewichten) mit verbindlichen Handlungsempfehlungen und Sanktionen belegt werden können. Grundsätzlich wäre ein solches Verfahren durchaus in der Lage, außenwirtschaftliche Ungleichgewichte innerhalb des Euro-Raums zu begrenzen. Allerdings haben die EU-Kommission und der Rat auf Drängen der deutschen Regierung zuletzt Schritte unternommen, um Überschussländer von den Regeln auszunehmen. So soll für Überschussländer ein Grenzwert für Leistungsbilanzüberschüsse von mindestens 6 Prozent des Bruttoinlandsproduktes gelten, bevor diese unter das Verfahren fallen, während für Defizitländer ein Grenzwert von 4 Prozent gelten soll.<sup>3</sup> Diese Details des Score-Board-Verfahrens dürften zum einen dazu führen, dass der Abbau von Ungleichgewichten innerhalb der Euro-Zone verzögert wird, weil die Anpassungslast einseitig den Defizit-Ländern auferlegt wird. Zum anderen hat diese Regel das Potenzial, die globalen Ungleichgewichte zu verstärken, weil die Euro-Zone in der Summe damit tendenziell eher einen Überschuss als ein Defizit aufweisen dürfte, was saldenmechanisch entsprechend größere Defizite im Rest der Welt bedeuten muss.

Von den konkreten makroökonomischen Maßnahmen, die die G20 in ihren ursprünglichen Erklärungen erwähnt, wie die Erhöhung der Investitionstätigkeit in den Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen oder dem Abbau der Haushaltsdefizite in den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten ist bislang wenig zu erkennen. Die EU ist hier trotz ihrer neuen Gesetzgebung zur Vermeidung und Abbau makroökonomischer Ungleichgewichte keine Ausnahme.

Man kann also festhalten, dass beim Abbau der globalen Ungleichgewichte die G20 ihre Versprechungen nicht eingehalten hat.

---

<sup>3</sup> Vgl. die Dokumentation in Giegold (2011).

## 3.2 Struktur der Finanzaufsicht

Relativ weitreichende Reformen hat es bei der Struktur der Finanzmarktaufsicht gegeben – sowohl in Europa als auch in den USA. In Europa finden sich die relevanten Regeln in einer Reihe von Verordnungen und Richtlinien,<sup>4</sup> in den USA im Dodd-Frank-Act.

Für die EU wurde mit den neuen Regeln ein Netz aus europäischen Finanzaufsichtsbehörden mit der Bezeichnung „European System for Financial Supervision“ (ESFS) geschaffen. Kernstücke des ESFS sind die drei Aufsichtsbehörden für Banken (die „European Banking Authority – EBA“), für Versicherungen (die „European Supervisory Authority Insurance and Occupational Pensions - EIOPA“) und für Wertpapiermärkte (die „European Securities and Markets Authority – ESMA“) sowie ein neu gegründetes „European Systemic Risk Board – ESRB“, das systemische Risiken beobachten und überwachen soll. Die drei sektoralen Aufsichtsbehörden EBA, EIOPA und ESMA fungieren dabei als Koordinierungsbehörden für die nationalen Aufsichtsbehörden. Dabei haben die nationalen Aufsichtsbehörden weiter die volle Zuständigkeit für die alltägliche Beaufsichtigung der Finanzinstitute, während die EU-Behörden für die Vorgabe von Aufsichtsstandards, die Aufsicht bestimmter EU-weit tätiger Akteure (wie Ratingagenturen) und die Schlichtung zwischen nationalen Aufsichtsbehörden zuständig sind. Das ESRB besteht vor allem aus den Notenbankern Europas plus der Chefs der sektoralen Aufsichtsbehörden, Vertretern der EU-Kommission, des Europäischen Parlaments sowie einer Reihe von unabhängigen Experten und soll systemische Risiken im europäischen Finanzmarkt frühzeitig erkennen und Lösungsvorschläge unterbreiten.

Während grundsätzlich diese Reform der Aufsichtsarchitektur in Europa eine deutliche Verbesserung gegenüber der Vor-Krisen-Zeit darstellt, ist wiederholt kritisiert worden, dass die europäischen Behörden kein Durchgriffsrecht gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden haben und damit Potenzial für Regulierungsarbitrage bleibt (Dullien/Herr 2010). Zudem haben im ESRB die Notenbanker ein enormes Übergewicht, was in Fällen ein Problem sein könnte, in denen die Europäische Zentralbank mit ihrer Politik selbst zu systemischen Risiken beiträgt (Dullien 2010). Inwieweit dies tatsächlich in der täglichen Arbeit ein Problem wird, muss sich noch in der Praxis zeigen.

Für die USA enthält der Dodd-Frank-Act einen umfassenden Umbau der Zuständigkeiten der Regulierungsbehörden. Während vor der Finanzkrise die Aufsichtslandschaft in den USA einem unsystematisch gewachsenen Flickenteppich glich, sind mit den Reformen wichtige Regulierungslücken geschlossen worden. So ist zum einen die Stellung der Federal Reserve in der Aufsicht der Finanzinstitute gestärkt worden. Insbesondere kann nun die Federal Reserve auch Finanzinstitute, die keine Banken sind, unter die eigene Regulierung ziehen, so diese als systemrelevant eingestuft werden. Zudem wurden neue Regeln zur geordneten Abwicklung von insolventen Finanzinstituten außerhalb der üblichen Insolvenzregeln geschaffen.

Als wichtige neue Institutionen ist zum einen das Financial Stability Oversight Council geschaffen worden, das als Frühwarnsystem für systemische Risiken agieren soll. Das Council verfügt über eine Vielzahl von Informationsbefugnissen. Zudem enthält der Dodd-Frank-Act Regeln zu einer neuen Konsumentenschutzbehörde, dem „Consumer Financial Protection Bureau (CFPB)“, das vor allem Übervorteilung von Konsumenten durch Finanzinstitute verhindern soll. Da allerdings die Republikaner im Kongress bis Jahresende 2011 die Besetzung der Spitze des CFPB verhindert hatten

---

<sup>4</sup> Eine Übersicht über die relevanten Texte gibt die Internet-Seite der EU-Kommission unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/committees/index\\_en.htm#package](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm#package) .



(und ohne offizielle Spitze der Behörde viele Befugnisse verwehrt blieben), bleibt abzuwarten, wie die neue Behörde ihre Aufgaben ausfüllt. Abgeschafft wurde das Office of Thrift Supervision (OTS), dessen Befugnisse an andere Aufsichtsbehörden aufgeteilt wurden.

Insgesamt muss man konstatieren, dass die Komplexität des US-Aufsichtssystems mit den Reformen noch einmal zugenommen hat. Darum dürften auch der Dodd-Frank-Act Aufsichtslücken zurückgelassen bzw. sogar neu geschaffen haben, die aber nicht notwendigerweise sofort zu erkennen sind.

Misst man diese Ergebnisse an den Versprechungen der G20-Statements, so kann man hier konstatieren, dass sowohl in den USA als auch in Europa die Anstrengungen unternommen worden sind, systemische Risiken in die Finanzaufsicht mit einzubeziehen. Die neuen Aufsichtsstrukturen schließen zudem eine ganze Reihe von Regulierungslücken. Ob allerdings die neuen Strukturen am Ende in der Lage sein werden, tatsächlich Risiken adäquat zu bemerken und darauf zu reagieren, wird sich nur im Laufe der Zeit zeigen. Insbesondere in den USA besteht das Problem, dass die neu geschaffenen Institutionen nicht mit ausreichend Ressourcen ausgestattet worden sind. So hat der von den Republikanern kontrollierte Kongress bereits 2011 unter anderem der SEC, aber auch anderen Finanzaufsichtsbehörden die Budgets zusammen gestrichen, sodass sie den neuen Aufgaben des Dodd-Frank-Acts nach eigener Aussage nur schwer nachkommen können.<sup>5</sup>

### 3.3 Eigenkapitalanforderungen

Die Reform der Eigenkapitalanforderungen ist eines der komplexesten Regulierungsbaustellen nach der Krise. Traditionell erarbeitet der Basler Ausschuss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich Vorschläge für Eigenkapitalanforderungen, die dann von den einzelnen Nationalstaaten in nationale Vorschriften umgesetzt werden. Die Lehren der Finanzkrise von 2008/9 haben dabei Eingang in das neue Regelwerk mit dem Titel „Basel III“ gefunden. Während das Regelwerk inzwischen fertig gestellt ist, ist die Umsetzung noch in vollen Zügen. In der EU soll Basel III über eine weitere Reform der Kapitaladäquanzrichtlinie erfolgen. In den USA hat die Federal Reserve angekündigt, Basel III zumindest für die von ihr regulierten Banken weitgehend zu übernehmen (Wyatt 2011).

Insgesamt sind die Reformen unter Basel III hoch komplex. Drei grundsätzliche Stoßrichtungen lassen sich aber erkennen (Bundesbank 2011):

1. Verbesserung der Qualität des geforderten Eigenkapitals: Die neuen Regeln lassen nur noch eine engere Gruppe von Eigenkapitalinstrumenten als „hartes Kernkapital“ zu. Anders als früher werden so bestimmte Typen von Hybridkapital nicht mehr als hartes Kernkapital anerkannt.
2. Einführung zusätzlicher Puffer: Künftig soll es zum einen „Kapitalerhaltungspuffer“ geben, zum anderen einen „antizyklischen Puffer“. Der Kapitalerhaltungspuffer soll 2,5 % der risikogewichteten Aktiva betragen und muss in hartem Kernkapital gehalten werden. Solange dieser Puffer nicht aufgefüllt ist, sind Gewinnausschüttungen begrenzt. Der antizyklische Puffer kann von nationalen Aufsichtsbehörden verlangt werden, wenn das nationale Kreditwachstum zu stark wird und kann bis zu 2,5 % der risikogewichteten Aktiva betragen.
3. Erhöhung der quantitativen Eigenkapitalanforderungen: Statt bislang 2 % der risikogewichteten Aktiva müssen ab 2015 4,5 % der risikogewichteten Aktiva mit hartem Kernkapital hinterlegt sein. Einschließlich des Kapitalerhaltungspuffers steigt damit die

---

<sup>5</sup> Siehe exemplarisch Knuston (2011).

Deckung risikogewichteter Aktiva durch hartes Kernkapital von bisher 2 % ab 2019 auf 7 %. Die Deckung mit Eigenkapital insgesamt steigt von 8 % bisher auf (je nach antizyklischen Puffer) 13 % ab 2019.<sup>6</sup>

Zudem enthalten die Basel-III-Regeln derzeit zunächst von 2013 bis 2017 als reine Beobachtungsgröße ein sogenanntes maximales Leverage Ratio von 3 %. Danach soll die weitgehend ungewichtete Bilanzsumme auf das 33,3-fache des engen Eigenkapitals begrenzt sein. Ab 2018 soll nach erneuter Überprüfung das Leverage Ratio eventuell dann als verbindliche Grenze eingeführt werden, wobei es aber unter anderem von der Bundesbank noch Zweifel an der Zweckmäßigkeit des Leverage Ratios gibt (Bundesbank 2011). So argumentiert die Bundesbank, dass zum einen gerade die Einführung eines Leverage Ratios Anreize für die Banken schafft, lieber riskantere, aber profitablere Aktiva zu kaufen als in relativ sichere, dafür aber niedrig rentable Geschäfte zu investieren, weil beide Optionen durch das Leverage Ratio gleichermaßen begrenzt werden. Zudem führten Unterschiede in den Rechnungslegungsstandards zwischen den einzelnen Ländern (und insbesondere unterschiedliche Bewertung von Aktiva) dazu, dass ein einheitlicher Leverage Ratio je nach Heimatland der Institute bei identischem Portfolio zu unterschiedlichen Verschuldungsgrenzen führe. Insbesondere US-Institute könnten deshalb mehr Fremdkapital aufnehmen als deutsche Institute (Bundesbank 2011, S. 28).

Auch wenn einige Details der Umsetzung von Basel III noch offen sind, so kann man auch hier konstatieren, dass sowohl die USA als auch die EU eine Einlösung ihrer G20-Versprechungen in diesem Bereich auf den Weg gebracht haben. Die Eigenkapitalanforderungen wurden signifikant erhöht, die Qualität des geforderten Eigenkapitals verbessert. Zudem wurde eine Leverage Ratio, wenn auch zunächst nur befristet, eingeführt. Zwar ist nicht garantiert, dass mit den neuen Eigenkapitalanforderungen tatsächlich die Bankenrettung durch den Staat in künftigen Finanzkrisen verhindert werden kann. Allerdings muss bei den Eigenkapitalanforderungen immer auch eine Balance gefunden werden zwischen Kreditvergabefähigkeit des Bankensystems und dem Wunsch nach einem möglichst stabilen Finanzsystem. Hier ist nicht klar, dass wirklich ein möglichst hohes Eigenkapital bei den Banken tatsächlich volkswirtschaftlich optimal ist, weil möglicherweise Kreditvergabe übermäßig eingeschränkt wird. Hier gibt es zwei Argumentationslinien: Die eine Seite argumentiert, dass höhere Eigenkapitalanforderungen die Rendite auf dieses Eigenkapital verringern würden und deshalb der Bankensektor Schwierigkeiten haben dürfte, neues Eigenkapital aufzunehmen. Die Folge wäre, dass die Banken ihre Kreditvergabe nur langsam steigern könnten oder gar einschränken müssten. Insofern gesamtwirtschaftlich Unternehmensinvestitionen kreditfinanziert sind, könnte dies zu gedämpfter Investitionstätigkeit und damit langsamerem Wirtschaftswachstum führen. Eine alternative Sichtweise ist, dass mit höheren Eigenkapitalanforderungen ja das Verlustrisiko auf dieses Eigenkapital ja auch geringer wird und deshalb auch unter dem neuen Regelwerk die Banken sich ausreichend Eigenkapital von Investoren beschaffen werden können. Diese Sichtweise stützt sich auf die bekannte Modigliani-Miller-Hypothese, nach der die Finanzierungsform keine Auswirkung auf die Gesamtkapitalkosten haben darf. Allerdings basiert Modigliani-Miller auf der Annahme effizienter Finanzmärkte, neutraler Steuersysteme und der Abwesenheit von Markteintritts- und -austrittskosten. In der Realität ist deshalb zu erwarten, dass tatsächlich höhere Eigenkapitalquoten tendenziell zu geringerer

---

<sup>6</sup> Nicht verändert wurde der Grundansatz von Basel II, dass die Aktiva risikogewichtet werden. Allerdings sollen die Banken nun verpflichtet werden können, neben den externen Ratings auch stärker eigene Risikobewertungen vorzunehmen. Siehe Bundesbank (2011, S. 22).

Kreditvergabe des Finanzsektors führen dürften, dass aber möglicherweise dieser Effekt bei einer moderaten Anhebung der Anforderungen dadurch überkompensiert wird, dass der Finanzsektor als Ganzes stabiler und damit Eigenkapital der Banken sicherer wird.

### 3.4 Systemrelevante Finanzinstitute

Die Regulierung international systemrelevanter Finanzinstitute ist derzeit noch in der Frühphase. Zwar gibt es internationale Vereinbarungen zu der generellen Vorgehensweise (BSBC 2011) und das Financial Stability Board arbeitet an der Umsetzung (FSB 2011). Allerdings sind noch nicht alle Schritte umgesetzt. So wurde bereits 2011 anhand einer komplexen Methodologie eine Liste der 29 „globally systemically important financial institutions (G-SIFIS)“ zusammengestellt. Diese Finanzinstitute müssen bis 2012 Ende Abwicklungspläne für den Fall ihrer Insolvenz aufstellen. Zudem sollen diese G-SIFIS abhängig von ihrer Größe, ihrer Vernetzung und ihrer Risikostruktur einen zusätzlichen Eigenkapitalpuffer von potenziell bis zu 3,5 % der risikogewichteten Aktiva vorhalten. Diese zusätzliche Eigenkapitalanforderung soll dabei schrittweise von 2016 bis 2019 in Kraft treten.

Von daher sind sowohl die USA als auch die EU auch bei der Umsetzung der Versprechungen zu den international systemrelevanten Finanzinstituten auf gutem Weg.

### 3.5 Hedge Fonds

Sowohl in Europa als auch in den USA ist es zu einer stärkeren Regulierung der Hedge Fonds nach der Finanzkrise gekommen. Die Regulierung der Hedge-Fonds erstreckt sich dabei über eine ganze Reihe von Einzelfeldern der Finanzaufsicht. Neben den direkten Vorschriften zu Registrierung und Informationspflichten, die sich für die EU in der Alternative Investment Fundsmanager Directive (AIFMD) und in den USA im Dodd-Frank-Act finden, betreffen eine Vielzahl anderer Reformen ebenfalls die Hedge-Fonds. So sind Hedge-Fonds auch von den Vorschriften betroffen, Derivate künftig über zentrale Clearing-Stellen abzuwickeln (s.u.) sowie von der Volcker-Regel, die Beteiligungen von Geschäftsbanken an Hedge-Fonds begrenzen.

Für Europa reguliert die AIFM-Richtlinie wie sich Manager<sup>7</sup> alternativer Investmentfonds<sup>8</sup> (unabhängig ihrer Rechtsform und ihres Anlagefokus) zu verhalten haben. Zentral ist dabei, dass die Anbieter der Fonds die Zulassung in ihrem Herkunftsland beantragen müssen.<sup>9</sup> Die Fondsanbieter müssen dabei Mindeststandards zu liquidem Kapital sowie zur Ausstattung mit qualifiziertem Personal einhalten sowie Interessenskonflikte ihrer Manager verhindern. Einmal von einer nationalen Behörde zugelassen, dürfen die Manager ihre Fonds in der gesamten EU an professionelle Anleger vertreiben. Dafür sind sie verpflichtet, ihre verwalteten Wertpapiere bei einer unabhängigen Verwahrstelle zu lagern, sowie regelmäßige Berichte über Volumina, Anlagestrategien, Vergütungsstrukturen und Risikomanagement ihren Anlegern sowie den nationalen Behörden zur Verfügung zu stellen. Außerdem sind sie verpflichtet, bestimmte Mindeststandards bei Risikomanagement und Liquiditätsmanagementsystemen einzuhalten. Darüber hinaus sind den nationalen Aufsichtsbehörden bei gehebelten Fonds (also solchen, die mit Fremdkapital arbeiten, um die Eigenkapital-Rendite zu erhöhen) Informationen über die Kreditgeber bereit zu stellen.

---

<sup>7</sup> Der Begriff „Manager“ umfasst dabei juristische Personen und nicht nur natürliche Personen.

<sup>8</sup> „Alternative Investmentfonds“ sind dabei abgegrenzt als solche, die eine bestimmte Anlagestrategie verfolgen, statt nur zur nach dem Grundsatz der Risikostreuung in Wertpapiere und sonstige liquide Finanzanlagen zu investieren. Siehe auch Weitnauer (2011).

<sup>9</sup> Fondsanbieter aus Drittstaaten können unter gewissen Voraussetzungen ebenfalls die Zulassung in der EU beantragen, wenn sie die Bestimmungen der Richtlinie erfüllen und einen Repräsentanten in einem EU-Mitgliedsstaat haben.

Für die USA verpflichtet der Dodd-Frank-Act die Manager praktisch aller Investmentfonds (mit Ausnahme von Venture-Capital Fonds) einschließlich der Hedge-Fonds, sich bei der Börsenaufsicht SEC zu registrieren. Ausnahmen gibt es für kleinere Fonds, deren Aufsicht die US-Einzelstaaten übernehmen sollen, sowie für Familien-Fonds. Diese Registrierung führt zu einer Reihe von Rechten der SEC gegenüber der Fondsmanager, unter anderem zur regelmäßigen Prüfung der Bücher und Risikomanagementverfahren innerhalb der Fonds durch die SEC. Außerdem müssen die Fonds damit bestimmte Mindeststandards beim Risikomanagement einhalten und nachhalten (unter anderem der Benennung eines „Chief Compliance Officers“). Zudem hat die SEC das Recht, Finanzdaten bei den Fonds abzufragen, wobei dies auch im Hinblick auf systemische Risiken geschehen darf. Dabei hat SEC das Recht, die genauen Details der Berichtspflichten auszugestalten (PWC 2010; Davis Polk 2010).

Im Großen und Ganzen kann man deshalb konstatieren, dass die Regulierungsfortschritte sowohl in den USA als auch in der EU die Versprechungen im Rahmen der G20 erfüllen. Im Zweifel werden die Investitionen in alternative Fonds damit aus Anlegersicht sicherer, als sie es bisher waren. Erst zeigen muss sich allerdings, ob durch diese Regeln auch ausreichend verhindert werden kann, dass von Hedge Fonds systemische Risiken ausgehen, entweder weil diese Preisbewegungen an den Finanzmärkten verstärken oder ihren Kreditgebern große Verlustrisiken aufbürden.

### 3.6 Wertpapiermärkte

Bei den Verbriefungen hat es relativ schnelle Reformen gegeben. So wurden in der EU bereits 2009 mit den unter dem Titel „Capital Requirements Directive II“ („CRD II“) fungierenden Änderungen der Kapitaladäquanzrichtlinie die Regeln für Verbriefungen verschärft. Nach dieser Regel müssen emittierende Institute bei Verbriefungen mindestens 5 Prozent des Kreditportfolios oder eine entsprechend große First-Loss-Tranche in der eigenen Bilanz behalten. Für Wiederverbriefungen („CDO<sup>2</sup>“) gelten höhere Quoten. In den meisten EU-Staaten, einschließlich Deutschland, ist diese Regelung inzwischen in nationales Recht umgesetzt.

In den USA findet sich die Reform der Verbriefungsregeln wie praktisch alle wichtigen neuen Finanzmarktregulierungen im Dodd-Frank-Act. Dort wird vorgeschrieben, dass die SEC gemeinsam mit den Bankaufsichtsbehörden für Verbriefungen einen Risikobehalt von mindestens 5 Prozent der Kreditsumme durch die emittierende Bank vorschreibt. Dabei wird der SEC und den Bankaufsichtsbehörden die Möglichkeit gegeben, bei verschiedenen Anlageklassen oder Konstruktionen der Verbriefungen abweichende Quoten vorzuschreiben. Ausgenommen von den Regeln sind einige öffentliche Programme wie das Farm Credit System sowie strukturierte Produkte, denen ausschließlich Hypotheken für Wohnhäuser mit hohen Kreditstandards zugrunde liegen (Paul Weiss 2010).

Etwas weniger Fortschritte wurde bisher bei der Reform der Derivatmärkte gemacht. Die Regulierung dieser Märkte findet sich für Europa in der European Market Infrastructure Regulation (EMIR), die bislang (Anfang 2012) nur als Entwurf der EU-Kommission vorliegt, dem das Europäische Parlament noch nicht zugestimmt hat.

In dem Entwurf zum EMIR wird u.a. vorgeschrieben, dass alle OTC-Derivate, die soweit standardisiert sind, dass sie über zentrale Clearing-Stellen abgewickelt werden können, auch in solche Clearing Stellen überführt werden. Bei solchen Clearing-Stellen müssten dann auch liquide Sicherheiten zumindest für einen Teil der möglichen, sich aus den Derivaten ergebenden Zahlungsverpflichtungen hinterlegt werden. Diskussionen gibt es derzeit vor allem noch darüber, welche Ausnahmen für die Regeln gelten sollen. So wird zur Zeit etwa diskutiert, nicht-finanzielle Unternehmen auszunehmen.

Außerdem gibt es Forderungen, auch Teile des Finanzsektors wie etwa Pensionsfonds von den Regeln auszunehmen. Unabhängig von der Überführung in zentrale Clearing-Stellen soll ein Transaktionsregister für OTC-Derivate eingeführt werden, damit die Aufsichtsbehörden sich ein Bild über die bestehenden Risiken in den einzelnen Märkten machen können.

In den USA ist die Regulierung der Derivatmärkte ebenfalls im Dodd-Frank-Act zu finden. Nach den dortigen Regeln steht die Aufsicht und Überwachung des Handels mit Swaps in den verschiedenen Ausprägungen der SEC und der Commodity Futures Trading Commission (CFCT) je nach Swap-Typ einzeln oder gemeinsam zu. SEC und CFCT werden dabei verpflichtet, permanent gehandelte Swap-Typen zu untersuchen und bei Bedarf den Handel mit diesen Derivaten verpflichtend in zentrale Clearing-Stellen zu überführen. In diesem Fall dürfen diese Derivate nicht mehr ohne Rückgriff auf die Clearing-Stellen gehandelt werden.

Ausgenommen von den Vorschriften sind nicht-finanzielle Unternehmen, die mit den Derivaten Geschäftsrisiken abdecken. Diese müssen die CFCT oder die SEC über ihre Nutzung der Swaps und die Deckung möglicher offener Positionen informieren, sind aber nicht zur zentralen Abwicklung über Clearing-Stellen gezwungen.

Festhalten kann man so, dass bei den Verbriefungsprodukten sowohl in den USA als auch in der EU die G20-Versprechungen umgesetzt worden sind. Bei der Regulierung der Derivatmärkte sind die Fortschritte zumindest auf der EU-Seite noch nicht ganz klar: Hier deutet sich an, dass möglicherweise mehr Ausnahmen gemacht werden als in den USA. So könnten zum einen Derivate nicht-finanzieller Unternehmen auch für das Management ihrer Finanzflüsse in der EU ausgenommen werden, zum anderen Derivate bestimmter finanzieller Unternehmen.

### **3.7 Ratingagenturen**

In der Europäischen Union hat die Regulierung von Ratingagenturen in mehreren Schritten stattgefunden. Zunächst wurden mit der Verordnung Nr. 1060/2009 bereits im Jahr 2009 die Ratingagenturen verpflichtet, sich in ihren Herkunftsländern registrieren zu lassen. Um die Registrierung zu erlangen, müssen die Rating-Agenturen eine Reihe von Mindeststandards erfüllen. In der Verordnung wurden unter anderem Ratingagenturen untersagt, gleichzeitig neben Rating-Dienstleistungen auch Beratungsdienste anzubieten. Auch wurde Ratingagenturen vorgeschrieben, nur Ratings über Produkte zu veröffentlichen, für die der Agentur ausreichend Informationen vorliegen. Zudem wurden Regeln für die Vergütung von Mitarbeitern von Ratingagenturen aufgestellt sowie Transparenzpflichten hinsichtlich Annahmen und Ansätzen des Ratings eingeführt. Nach Errichtung der Marktaufsichtsbehörde ESMA im Zusammenhang mit dem Umbau der Finanzaufsicht in der EU übertrug die Europäische Union zudem mit der Verordnung Nr. 513/2011 der ESMA die alleinige Aufsichtskompetenz über Ratingagenturen in der Europäischen Union. Seit 1. Juli 2011 müssen sich deshalb Ratingagenturen bei der ESMA registrieren, die ESMA führt die Aufsicht über die Ratingagenturen durch.

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Expertise werden zudem weitere Regulierungen von Ratingagenturen auf Basis eines neuen Vorschlags der EU-Kommission aus dem November 2011 diskutiert. In der Kommissionsvorlage wird unter anderem vorgeschlagen, dass institutionelle Anleger verpflichtet werden, neben Ratings auch eigene Prüfungen für ihre Anlageentscheidung vorzunehmen. Zudem sollen emittierende Unternehmen verpflichtet werden, ihre Ratingagentur alle drei Jahre zu wechseln, um den Wettbewerb zwischen den Agenturen zu verschärfen. Länderratings von EU-Mitgliedsstaaten müssen häufiger als bislang stattfinden und die betroffenen Staaten über

die den Ratings zugrunde liegenden Annahmen und Fakten informiert werden. Zudem soll es eine Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern geben, sollten diese vorsätzlich oder grob fahrlässig falsche Ratings erstellt haben.

Der Dodd-Frank-Act in den USA greift mit seinen Regeln noch weit reichender in die Geschäftstätigkeit und das Geschäftsmodell von Ratingagenturen ein. So wird zum einen auch die Haftung von Ratingagenturen für Fälle von Vorsatz und grober Fahrlässigkeit verschärft, zum anderen hat die Börsenaufsicht SEC eine Reihe von neuen Durchgriffsmöglichkeiten auf die Ratingagenturen erhalten. So hat die SEC nun das Recht, die Registrierung von Ratingagenturen auch für einzelne Wertpapierklassen zu suspendieren, wenn sie der Meinung ist, dass Know-How oder Ressourcen nicht für eine zuverlässige Bewertung ausreichen. Die Marketing- und Verkaufsabteilungen von Ratingagenturen müssen durch „Chinese Walls“ von den tatsächlichen Ratingagenturen isoliert werden, um Interessenskonflikte zu vermeiden. Zudem werden den Ratingagenturen eine Reihe von neuen Informations- und Transparenzpflichten auferlegt.

Das wahrscheinlich wichtigste Element der Dodd-Frank-Regulierung zu den Ratingagenturen ist allerdings die Verpflichtung in dem Gesetz, alle Referenzen zu den Ratings von Ratingagenturen aus US-Bundesgesetzen und Vorschriften bis Sommer 2012 zu entfernen. So soll nicht nur die Regulierung großer Investmentfonds, sondern auch jene der national beaufsichtigten Banken keinerlei Verweise mehr auf externe Ratings machen. Die Idee dieser Regel ist, die Abhängigkeit der Finanzmärkte von Ratingagenturen zu verringern oder ganz zu beenden. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Expertise war die Umsetzung dieser Regel allerdings noch nicht abgeschlossen. Tatsächlich scheint noch keine abschließend befriedigende Lösung gefunden worden zu sein, welche Bewertungsmaßstäbe am Ende die externen Ratings ersetzen sollen (PricewaterhouseCoopers 2011).

Sowohl die US-Regeln als auch die EU-Regeln haben damit die Versprechungen der G20 hinsichtlich der Ratingagenturen umgesetzt. Die US-Regeln gehen allerdings ein ganzes Stück weiter: Sie versuchen, die externen Ratings ganz aus den Regulierungen zu streichen.

### **3.8 Managervergütung**

In Europa ist die Managervergütung für den Finanzsektor in den Änderungen der Kapitaladäquanzrichtlinie unter der gängigen Bezeichnung „CRD III“ neu geregelt worden. Diese Richtlinie schreibt eine Reihe von Prinzipien für die Vergütung von Managern von Finanzinstituten vor und gibt den Auftrag an das Committee for European Banking Supervisors (die Vorgängerbehörde der neuen europäischen Bankenaufsicht EBA), diese genauer zu spezifizieren, was im Dezember 2010 in einer rund 90-seitigen Leitlinie geschehen ist (CEBS 2010). Diese Leitlinie ist zwar für die einzelnen Mitgliedsstaaten und ihre Aufsichtsbehörden nicht verbindlich, gibt aber den Rahmen für die Anwendung der CRD III vor. Unter anderem begrenzen die neuen Regeln den Anteil variabler Gehaltsbestandteile an der Gesamtvergütung, schreiben vor, dass mindestens 40 Prozent variabler Gehaltsbestandteile erst mit einer ausreichenden Verzögerung ausgezahlt werden dürfen (um sicherzustellen, dass nicht kurzfristige Risiken eingegangen werden, sondern der langfristige Erfolg der Institution im Zentrum der Anstrengungen steht). Auch müssen mindestens 50 Prozent der Boni in Form von Aktien oder aktienähnlicher Wertpapiere ausgezahlt werden. Zudem müssen die Leistungsindikatoren zur Bestimmung von Boni aktuelle und künftige Risiken mit einbeziehen. Auch macht die Leitlinie klare Vorgaben über Strukturen zur Festlegung und Überwachung von Vergütungssystemen. Insgesamt muss man so konstatieren, dass hier eine umfangreiche Regulierung der Managerbezüge von Finanzinstituten stattgefunden hat.

Für die USA ist der Dodd-Frank-Act bei der Regulierung der Managervergütung relativ zurückhaltend. Der Großteil der Regeln befassen sich damit, dass die Unabhängigkeit des „compensation committees“ (welches die Regeln zur Managervergütung in einem Unternehmen festlegt) sichergestellt wird. Darüber hinaus wird den Aktionären die Möglichkeit gegeben, über die Managervergütung abzustimmen, wobei das Ergebnis dieser Abstimmung nicht bindend ist. Auch werden gewisse grundsätzliche Transparenzpflichten festgeschrieben, die allerdings nicht besonders weit gehen. Diese Regeln gelten für alle Kapitalgesellschaften, deren Aktien öffentlich gehandelt werden. Darüber hinaus werden für Finanzinstitute, die unter die Einlagensicherung fallen, solche Bezahlungssysteme verboten, die die Übernahme „unangemessener Risiken“ durch die Manager fördern.<sup>10</sup> Die Details sind dabei von den Aufsichtsbehörden auszufüllen.

Bei der Managervergütung hat damit die EU wesentlich genauer die G20-Versprechungen in ihrer Gesetzgebung kodifiziert als die USA. Insbesondere bei der Beschränkung der Anteile variabler Vergütung oder den Regeln zu verzögerter Auszahlung von Boni sind die EU-Regeln strikter als jene in den USA. Allerdings ist festzuhalten, dass sowohl die EU als auch die USA weite Teile der G20-Versprechungen zu Managervergütungen umgesetzt haben.

### 3.9 Reform der internationalen Finanzarchitektur

Bei der Reform der internationalen Finanzarchitektur ist die Umwandlung vom Financial Stability Forum zum Financial Stability Board abgeschlossen.

Bei der IWF-Reform wurde im Dezember 2010 eine Aufstockung der IWF-Mittel um 100 Prozent sowie eine weitreichende Reform der Stimmrechte beschlossen. Derzeit muss diese Reform noch von den Mitgliedsstaaten ratifiziert werden (IMF 2011). Zwar bilden auch nach der Reform die neuen Stimmrechte nicht ganz die tatsächlichen ökonomischen Gewichte auf der Welt ab, aber die Repräsentation der wichtigsten Emerging Markets hat sich mit der Reform deutlich verbessert.

Von daher kann man feststellen, dass die G20 die Versprechungen zur Reform der internationalen Finanzarchitektur ebenfalls umgesetzt haben.

## 4 Regulatorische Einzelmaßnahmen und übergeordnete Ziele

Vergleicht man nun die tatsächlichen Ergebnisse der Regulierungsversuche mit den ursprünglichen Detailversprechungen der G20, so fällt zunächst auf, dass ein beträchtlicher Teil der Versprechungen umgesetzt worden ist (Übersicht Tabelle 1).

Versprechen	USA	EU
<b>Abbau globaler Ungleichgewichte</b>		
Abbau von Leistungsbilanzungleichgewichten	Keinerlei Maßnahmen	Begrenzte Maßnahmen
<b>Finanzmarktregulierung</b>		
Struktur der Finanzaufsicht	Umgesetzt	Umgesetzt
Eigenkapitalanforderungen	Im Umsetzungsprozess	Im Umsetzungsprozess
Systemrelevante Finanzinstitute	Umsetzung angestoßen	Umsetzung angestoßen

<sup>10</sup> Siehe für mehr Details zu den Regelungen im Dodd-Frank-Act zur Managervergütung Landau et al. (2010).

Hedge Fonds	Umgesetzt	Umgesetzt
Verbriefungen	Umgesetzt	Umgesetzt
Derivate	Umgesetzt	Umsetzung mit Einschränkungen deutet sich an
Ratingagenturen	Umgesetzt	Umgesetzt
Managervergütungen	Weitgehend umgesetzt	Umgesetzt
<b>Reform der Internationalen Finanzordnung</b>		
Etablierung des Financial Stability Boards	Umgesetzt	
Aufstockung der IWF-Mittel	Umgesetzt	
Reform der Stimmrechte beim IWF	Beschlossen, wartet auf Ratifizierung	

**Tabelle 1: Übersicht G20-Reformversprechen und Umsetzung in den USA und der EU**

Die offene Frage bleibt allerdings, ob die Umsetzung dieser Detailregelungen tatsächlich auch die übergeordneten Ziele der G20 erfüllt, also ob die neuen Regeln einen globalen „Rahmen für kräftiges, stabiles, nachhaltiges und balanciertes Wirtschaftswachstum legen“, „Sicherstellen, dass die Aufsichtssysteme für Banken und andere Finanzinstitute Übertreibungen, wie jene, die zur Krise geführt haben, künftig unterbinden“ und „die internationale Finanzarchitektur so zu reformieren, dass sie den Anforderungen des 21ten Jahrhunderts gerecht werden.“

Ob die in den USA und der EU angestoßenen und umgesetzten Maßnahmen ausreichen können, diese Ziele zu erreichen, hängt dabei zentral von der Krisendiagnose für die US-Subprime-Hypothekenkrise 2008/9 ab. Grob vereinfacht gibt es zwei verschiedene Krisendiagnosen. Die eine Diagnose, vertreten implizit etwa von Sinn (2009) oder Hellwig (2010) sieht die Krise im Prinzip als Ursache alleine einer fehlerhaften Regulierung des Finanzsystems. In diesem Narrativ war das Problem der Regulierung vor der Finanzkrise, dass dank zu niedriger Eigenkapitalanforderungen und falscher Anreize bestimmte Akteure im Finanzsektor sich übermäßig riskant Verhalten haben. Das niedrige Eigenkapital hat dabei dazu geführt, dass Banken große Risiken eingingen, weil potenzielle Gewinne unbegrenzt waren, Verluste aber auf das Eigenkapital begrenzt waren und zudem einige Institute so groß waren, dass sie darauf vertrauen konnten, im Ernstfall vom Staat gerettet zu werden. Verstärkt wurde nach dieser Lesart das Problem, weil Interessenskonflikte bei Ratingagenturen, die zugleich Ratings und Beratungsleistungen anboten, zu falschen Risikobewertungen führten und systemische Risiken völlig ausgeblendet wurden.

Die zweite Lesart der Krise, vertreten etwa von Dullien et al. (2009, 2011) oder implizit von United Nations (2009) oder Stiglitz (2011), sieht neben den klar bestehenden Anreizproblemen am Finanzmarkt eine tiefere Ursache der Krise in den makroökonomischen Ungleichgewichten innerhalb und zwischen den einzelnen Volkswirtschaften. Laut Dullien et al. hat die Deregulierung von Arbeitsmärkten seit den 1970ern dazu geführt, dass die Masseeinkommen in einigen Industrieländern nur noch langsam gewachsen sind und die Einkommensverteilung sich polarisiert hat. Durch diese Entwicklung konnte kein ausreichendes Nachfragewachstum aus laufenden Einkommen mehr generiert werden. Um die aus dieser Entwicklung folgende steigende Arbeitslosigkeit zu vermeiden, haben Zentralbanken und Finanzaufseher in einigen Ländern einen



Wildwuchs von Finanzinnovationen und übermäßiges Kreditwachstum etwa im Hypothekensektor zulassen, weil mit diesen zusätzlichen Krediten auch zusätzliche Nachfrage geschaffen werden konnte. Dies hat zu einer Überschuldung von einzelnen Sektoren (etwa den privaten Haushalten in den USA), zu Immobilienblasen sowie zu den globalen Ungleichgewichten zwischen jenen Ländern geführt, die ihre Endnachfrage mit Krediten anfeuerten (wie die USA, Großbritannien oder Spanien) und jenen Ländern, die sich damit zurückhielten (wie Deutschland oder Japan). Verstärkt wurde dieses Problem dadurch, dass die Vielzahl intransparenter Finanzinnovationen bei den Finanzinstituten Anreize geschaffen haben, sich statt auf die Kreditvergabe für die Nicht-finanziellen Unternehmen zunehmend auf spekulative Aktivitäten mit potenziell höheren Renditen zu fokussieren. Spekulative Übertreibungen an den Finanzmärkten haben zudem zur Fehlallokation von Kapital etwa in den Bau von Immobilien ohne ausreichende Nachfrage geführt.

Folgt man der Lesart der Krise als alleiniges Resultat mikroökonomischer Anreizprobleme, so hätten die angestoßenen Reformen der Finanzmarktregulierung zumindest das Potenzial, die Weltwirtschaft in Zukunft besser vor Finanzkrisen zu schützen. Allerdings müsste man sich auch bei dieser Kriseninterpretation die Frage stellen, ob tatsächlich mit den Detailversprechungen der G20 der dynamischen Natur und der Komplexität moderner Finanzmärkte ausreichend Rechnung getragen wird. Ein Problem in der Vergangenheit war häufig, dass neue Finanzprodukte und Marktstrukturen sich schneller gebildet haben, als dass die Aufsichtsbehörden nachkommen konnten, diese zu überwachen. Zudem waren die Aufsichtsbehörden oft nicht ausreichend mit Ressourcen ausgestattet, um die Finanzinstrumente und ihre Risiken wirklich zu durchblicken (was häufig noch nicht einmal den Finanzmarktakteuren gelang, die mit diesen Instrumenten hantierten). Zudem war ein übermäßiger Hang der Finanzinstitute zu Geschäften mit komplexen Finanzprodukten und eine zunehmende Abkehr vom traditionellen Kredit- und Emissionsgeschäft zu beobachten.

Beide Probleme werden mit den jetzigen Reformen (aber auch mit den ursprünglichen G20-Versprechungen) nicht angegangen. Um die Komplexität an den Finanzmärkten zu verringern (und eine funktionierende Finanzmarktaufsicht erst zu ermöglichen), wäre deshalb ein grundsätzliches Umdenken bei der Zulassung von Finanzinstrumenten erforderlich. Dullien et al. (2009, 2011) etwa schlagen einen Finanz-TÜV vor, bei dem alle neuen Finanzinstrumente vor Einsatz zugelassen werden müssen. Wie bei Positivlisten für Arzneimittel ist die Zulassung nur zu erteilen, wenn die Emittenten nachweisen können, dass das neue Produkt einen gesellschaftlichen Mehrwert bringt, ohne die systemischen Risiken übermäßig zu erhöhen. Produkte, bei denen ein solcher Nachweis aufgrund der Komplexität nicht möglich ist, blieben verboten. Zudem wäre es nötig, das traditionelle Bankgeschäft stärker von spekulativen Elementen des Finanzsektors zu trennen, etwa durch ein Verbot von Bankkrediten an Hedge Fonds.

Folgt man der Lesart der Krise als Folge globaler Ungleichgewichte in Kombination mit einem Trend zur „Finanzialisierung“, so wären noch weitergehende Maßnahmen nötig, um Wirtschaftskrisen künftig zu vermeiden. In dieser Lesart kann ein mittelfristig stabiles Wirtschaftswachstum ohne Finanzkrisen nur dann sichergestellt werden, wenn die zugrunde liegenden Ungleichgewichte innerhalb und zwischen den wichtigsten Volkswirtschaften angegangen werden. Um dies zu erreichen, wäre neben Regulierungsreformen am Finanzmarkt ein umfangreiches Umsteuern in der Lohnpolitik, bei den Sozial- und Steuersystemen und bei der internationalen Koordinierung von makroökonomischer Politik notwendig, um künftig die Überschuldung einzelner Länder und einzelner Sektoren zu verhindern und gleichzeitig ein ausreichend stabiles und kräftiges globales Nachfragewachstum zu generieren (Dullien et al. 2009, 2011). Ein weiteres Element eines solchen

Umsteuerns wären deutlich weitreichendere Reformen am Finanzsystem, sodass die Finanzinstitute sich wieder auf ihr ursprüngliches Kerngeschäft, die Kreditvergabe für Unternehmen und Haushalte konzentrieren und so spekulative Blasen an den Vermögenmärkten begrenzt werden.

## 5 Schlussfolgerung

Die Regierungschefs, Finanzminister und Notenbankchefs der G20 haben 2009 weitreichende Versprechungen gemacht, dass sie künftig Finanzkrisen verhindern wollen und die Weltwirtschaft auf einen robusten Wachstumspfad zurückführen wollten.

Anders als häufig öffentlich wahrgenommen, haben die Regierungen sowohl in den USA als auch in der EU seitdem große Anstrengungen übernommen, die Finanzmärkte zu regulieren und haben eine Vielzahl ihrer Detailvorschläge umgesetzt. Allerdings stellt sich nun, etwas mehr als drei Jahre nach der Lehman-Pleite die Frage, ob der Grundansatz der G20 nicht zu kleinteilig war und zu wenig auf ein echtes Umdenken bei der Finanzmarktregulierung gesetzt hat – etwa mit einer Beweisumkehrpflicht im Aufsichts- und Genehmigungsverfahren von Finanzinstrumenten und dem radikalen Verbot bestimmter Praktiken.

Sehr wenig ist zudem passiert, auch die makroökonomischen Ungleichgewichte, die häufig als Krisenursache gesehen werden, zu korrigieren. Stimmt die Interpretation, dass diese Ungleichgewichte wichtige Ursachen der US-Subprime-Krise von 2008/9 war, so dürfte die bisherige Umsetzung der G20-Versprechungen kaum ausreichen, der Weltwirtschaft stabiles und krisenfreies Wachstum zu garantieren.

## 6 Literatur

BCBS (2011), Global systemically important banks: assessment methodology and the additional loss absorbency requirement: Rules text, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, im Internet unter: <http://www.bis.org/publ/bcbs207.pdf> .

Bundesbank (2011), Basel III- Leitfaden zu den neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken, Frankfurt.

Davis Polk (2010), Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010, Davis Polk & Wardwell LLP.

Dullien, S. (2010), Testimony on the planned reform of the macroprudential supervision in Europe, The European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, January 25, 2010.

Dullien, S. und H. Herr (2010), Die EU-Finanzmarktreform: Stand und Perspektiven im Frühjahr 2010, Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn.

Dullien, S., H. Herr und C. Kellermann (2009), Der Gute Kapitalismus, Bielefeld.

Dullien, S., H. Herr und C. Kellermann (2011), Decent Capitalism, London et al.

CEBS (2010), Guidelines on Remuneration Policies and Practices, im Internet unter: <http://www.eba.europa.eu/cebs/media/Publications/Standards%20and%20Guidelines/2010/Remuneration/Guidelines.pdf>

FSB (2011), Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions, 4. November 2011, im Internet unter: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_111104bb.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104bb.pdf) .

FSB (2012), About the FSB, Selbstdarstellung von der Webseite <http://www.financialstabilityboard.org/> .

G20 (2009), "Declaration on Strengthening the Financial System – London Summit, 2 April 2009", im Internet unter: [http://www.g20.org/Documents/Fin\\_Deps\\_Fin\\_Reg\\_Annex\\_020409\\_-\\_1615\\_final.pdf](http://www.g20.org/Documents/Fin_Deps_Fin_Reg_Annex_020409_-_1615_final.pdf).

G20 (2009b), „Leaders‘ Statement: The Pittsburgh Summit. September 24-25, 2009“, im Internet unter [http://www.g20.org/Documents/pittsburgh\\_summit\\_leaders\\_statement\\_250909.pdf](http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf) .

Giegold, S. (2011), Hintergrundinformation zur Umsetzung des Scoreboards zur Analyse von wirtschaftlichen Ungleichgewichten, Dossier, im Internet unter: [http://www.sven-giegold.de/wp-content/uploads/2011/11/Scoreboard\\_dossier\\_nov\\_2011-FV-2.pdf](http://www.sven-giegold.de/wp-content/uploads/2011/11/Scoreboard_dossier_nov_2011-FV-2.pdf) .

Hellwig M. (2010), Finanzkrise und Reformbedarf [The Financial Crisis and Regulatory Reform], issue 2010/19, Bonn, Max Planck Institute for Research on Collective Goods.

IMF (2011), Factsheet: IMF Quotas, 13. September 2011, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/quotas.htm> .

IMF (2011b), World Economic Outlook: Slowing Growth, Rising Risks, September, Washington, DC.

Knuston, T. (2011), Schapiro details potential impact of budget cuts made by House panel, Thomson Reuters Accelus, Dodd-Frank Watch, July 22, 2011, im Internet unter <http://www.complinet.com/dodd-frank/news/articles/article/schapiro-details-potential-impact-of-budget-cuts-made-by-house-panel.html> .

Landau, S. L., K. D. Bardunias und K. E. Wentzler (2010), Dodd-Frank Act Reforms Executive Compensation and Corporate Governance for All Public Companies, Pillsbury Client Alert, July 15, 2010.

Paul Weiss (2010), Securitization Reform under the Dodd-Frank Act, Client Memorandum, Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP.

PricewaterhouseCoopers (2010), A Closer Look: The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Impact on Alternative Asset Managers, August 2010.

PricewaterhouseCoopers (2010a), A Closer Look: The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Impact on Credit Rating Agencies, September 2010.

PricewaterhouseCoopers (2011), A Closer Look: The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Unfinished Business. Dodd-Frank – Entering year two, September 2011.

Schuberth, H. (2012), Finanzmarktregulierung drei Jahre nach Lehmann – USA und Europa im Vergleich, Vortrag beim Neujahresseminar des Kautsky Arbeitskreises, 4. Januar 2012, Bad Leonfelden, Österreich.

Sinn, H.-W. (2009), Kasino-Kapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam und was jetzt zu tun ist, Econ, Berlin.

Stiglitz, J. E. (2011), *The Stiglitz Report: Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Crisis*, New York and London.

United Nations (2009), *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, September 21, New York and Geneva.

Weitnauer, W. (2011), *Die AIFM-Richtlinie und ihre Umsetzung*, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 4/2011, S. 143-147.

Wyatt, E. (2011), *Fed Proposes New Capital Rules for Banks*, *New York Times*, 20. Dezember 2011, im Internet unter: <http://www.nytimes.com/2011/12/21/business/fed-proposes-new-capital-rules-for-banks.html>.

---

**Publisher:** Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Germany  
**Phone:** +49-211-7778-331, [IMK@boeckler.de](mailto:IMK@boeckler.de), <http://www.imk-boeckler.de>

**IMK Study is an online publication series available at:**  
[http://www.boeckler.de/imk\\_5023.htm](http://www.boeckler.de/imk_5023.htm)

**ISSN:** 1861-2180

The views expressed in this paper do not necessarily reflect those of the IMK or the Hans-Böckler-Foundation.

All rights reserved. Reproduction for educational and non-commercial purposes is permitted provided that the source is acknowledged.

**Hans Böckler  
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

---