

PAPERS

ANDREAS FISAHN

**RE-REGULIERUNG DER
FINANZMÄRKTE NACH
DER KERNSCHMELZE IM
FINANZSEKTOR?**

RE-REGULIERUNG DER FINANZMÄRKTE NACH DER KERNSCHMELZE IM FINANZSEKTOR?

I.	Regulierungsabsichten nach der Krise	3
II.	Basel III	5
1.	Basel I und II	6
2.	Basel III: Kapitalquoten	7
3.	Basel III: Schutzschilde im Stress	11
III.	Steuerparadiese	14
IV.	Das EU System der Finanzaufsicht	18
1.	Der Ausschuss für Systemrisiken	19
2.	Die Europäische Bankenaufsicht (EBA)	20
V.	Rating Agenturen	25
VI.	Regulierung der Investment Fonds	29
a)	Die OGAW Richtlinie	30
b)	Die AIFM Richtlinie	32
VII.	Vorschläge für Verordnungen über Leerverkäufe und OTC Derivate	37
1.	Leerverkäufe und Credit Default Swaps	37
2.	Verordnungsentwurf OTC Derivate	39
VIII.	Fazit	42

Impressum

Rosa-Luxemburg-Stiftung

Franz-Mehring-Platz 1

10243 Berlin

www.rosalux.de

Re-Regulierung der Finanzmärkte nach der Kernschmelze im Finanzsektor?

I. Regulierungsabsichten nach der Krise

Im September 2008 ging Lehman Brothers, eine US-amerikanische Bank, Pleite. Damit wurde die in den USA seit 2007 schwelende Finanzkrise zu einem weltweiten Finanztsunami, dessen Wellen auch die europäischen Finanzmärkte überrollten. Im Unterschied zur Dot.com Blase des Jahres 2001 wurden nicht nur imaginäre Aktienwerte verbrannt, sondern auch die sog. Realwirtschaft wurde in Mitleidenschaft gezogen. Das BIP der großen Industriestaaten sank - in Deutschland im Jahr 2009 um 4,7 %. Für die Regierungschefs schien es angebracht, öffentlich und demonstrativ der Liberalisierung der Finanzmärkte abzuschwören, umzukehren und eine durchgreifende Re-Regulation der Finanzmärkte zu fordern. Die Regierungschefs der G20 Staaten verabschiedeten im April 2009 in London eine Erklärung, die angesichts der vorangegangenen Liberalisierungsorgien wie der Gang nach Kanossa anmutete. Spiegel online titelte April 2009 zum G20-Treffen: „Die Liste der Ziele, die sich die Regierungschefs der G20-Staaten in London gesteckt hatten, war lang: eine internationale Aufsichtsbehörde für die Akteure auf den Finanzmärkten, ein TÜV für Derivate und andere undurchsichtige Finanzprodukte, Kampf gegen die Steuerparadiese.“

Tatsächlich setzten die G20-Staaten im April 2009 viele große Fragen auf die Agenda, auch wenn die Lösung eher weich und unkonkret blieb. Sie kamen u.a. überein, die Regulierung der Finanzmärkte deutlich zu verschärfen, insbesondere die Anforderungen an Risikokapital zu erhöhen. Die Beaufsichtigung von systemrelevanten Banken, Hedge-Fonds und Rating Agenturen sollte verschärft oder eingeführt werden. Die Bonuszahlungen an die Manager sollten begrenzt und auf Anreize zu nachhaltigen Unternehmenspolitiken umgestellt werden. Steueroasen sollten trocken gelegt werden.¹ Im September 2009 ergänzte der G20 Gipfel die To-Do-Liste mit folgenden Punkten aus dem „Leaders' Statement“ des Pittsburgh Gipfels.² Dort wurde beschlossen, over-the-counter (OTC) Derivative durch zentrale Gegenparteien, Ratingagenturen und hedge funds streng zu regulieren, die Eigenkapitalanforderungen zu erhöhen und exzessive Hebelwirkungen (leverage) zu begrenzen. Die

¹ London Summit – Leaders' Statement: http://www.canadainternational.gc.ca/g20/annex1-annexe1_fin_2009.aspx.

² <http://www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129639.htm>.

Regierungschefs verpflichteten sich, dass Vergütungssystem für Manager der Finanzinstitute zu reformieren, um der Orientierung an kurzfristigen Gewinnen entgegenzuwirken.³

Im Juni 2010 hatte sich die Welt schon wieder verändert. Insbesondere Deutschland wähnt sich seitdem im Aufschwung und marschiert in der bekannten Formation, verkündet kraftstrotzend die alten neoliberalen Weisheiten. Über den Gipfel der Finanzschergewichte in Busan meldete die „Welt“ im Juni 2010: „Die G20-Staaten konnten sich nicht auf eine globale Bankenabgabe einigen. ... (Sie) haben ihre Pläne für eine globale Bankenabgabe aufgegeben. Es gebe keine Einigkeit darüber, dieses Vorhaben weiterzuverfolgen, sagte der kanadische Finanzminister Jim Flaherty im südkoreanischen Busan. Die Finanzminister und Notenbankchefs konnten sich außerdem nicht auf neue Regeln für die Finanzmärkte einigen. Auch die Fristen für die Umsetzung früherer Beschlüsse blieben unverändert. Trotz starker Bedenken aus einigen Ländern hielten die Minister daran fest, die strikteren Kapitalvorschriften für Banken (Basel III) Ende 2012 einzuführen. Einige Minister signalisierten jedoch, dass eine längere Übergangsfrist über das Jahr 2012 hinaus unvermeidbar sei.“⁴

Entsprechend lau fiel das Communiqué des G20-Finance Meetings vom Juni 2010 in Busan, Korea,⁵ aus: „We

- ✓ committed to reach agreement expeditiously on stronger capital and liquidity standards as the core of our reform agenda
- ✓ agreed the financial sector should make a fair and substantial contribution toward paying for any burdens associated with government interventions, where they occur, to repair the banking system or fund resolution.

Those countries with serious fiscal challenges need to accelerate the pace of consolidation. We welcome the recent announcements by some countries to reduce their deficits in 2010 and strengthen their fiscal frameworks and institutions.”

³ Nur wenige haben die Ausmaße der Krise und ihre Ursachen völlig verschlafen und verharren in alten Schützengräben, wenn sie weiterhin in jeder Regulierung vor allem Bürokratiekosten und Hemmnisse der Wirtschaft sehen, vgl. Oehrich M./ Baltes, A./ Gelderman, J./ Helmer, K./ Hempel, Ch./ Sautter, A.: Finanzmarktkrise damals und heute, ZRP 2011, S. 40.

⁴ <http://www.welt.de/wirtschaft/article7921870/G-20-verzichten-auf-Plaene-fuer-globale-Bankenabgabe.html>.

⁵ <http://www.economicsummits.info/2010/06/g20-finance-buzan-communique/>.

Und ddp meldete als Kommentar zum anschließenden G20 Treffen in Toronto am 28.6.2010: „Der Präsident des Münchener Ifo-Instituts für Wirtschaftsforschung, Hans-Werner Sinn, ist von den Beschlüssen des G20-Gipfels zum Finanzmarkt enttäuscht. „Wir hatten natürlich gehofft, dass es zu einer Regulierung der Banken kommt, die ihnen mehr Eigenkapital abverlangt“, sagte Hans-Werner Sinn am Montag im Deutschlandfunk. Positiv sei allerdings, dass sich die G20-Staaten auf einen Grundsatz zum Schuldenabbau geeinigt hätten. Deutschland habe sich mit seinem Konsolidierungskurs so gegen die «Hetzjagd» einiger amerikanischer Ökonomen im Vorfeld des Gipfels behaupten können, sagte Sinn.“⁶ Während die US-Amerikaner weiter auf eine Strategie des deficit spending, d.h. der Politik des billigen Geldes und großzügiger staatlicher Ausgaben zum Zwecke des Ankurbelns der Konjunktur, setzten, trat Deutschlands Finanzminister Schäuble schon auf die Bremse und forderte eine Rückkehr zum harten Sparkurs. Den konnte er den USA nicht aufzwingen, wohl aber der Europäischen Union. Sarkozys Vorschlag einer Wirtschaftsregierung hat die Regierung Merkel aufgegriffen und über das Vehikel der Hilfen für die PIGS-Staaten eine zentral gesteuerte Austeritätspolitik für die EU auf den Weg gebracht. Darunter ächzen Griechenland, Irland und Portugal. Der Sparkurs führte direkt in die Rezession und in eine politisch unberechenbare Lage, beruhigte die Finanzmärkte aber keineswegs, die Zinsen auf Staatsanleihen der genannten Länder steigen unvermindert. Inzwischen gibt es einige neue Regulierungswerke mit dem Ziel, die Finanzmärkte zu bändigen, auf internationaler wie europäischer Ebene. Andere befinden sich noch in der Diskussion oder im Gesetzgebungsprozess. Das veranlasst, eine Zwischenbilanz zu ziehen und zu prüfen, ob und wie weit insbesondere die EU gegen eine neue Kernschmelze auf den Finanzmärkten gewappnet ist; eine Kernschmelze, die sie vermutlich nicht überleben würde, weil die Gesamtverschuldung der Mitgliedstaaten noch einmal exorbitant steigen würde mit allen daraus folgenden zentrifugalen Wirkungen, die schon gegenwärtig angesichts der Verschuldenskrise spürbar sind.

II. Basel III

Auf internationaler Ebene verabschiedete der Baseler Ausschuss das als Basel III bekannt gewordene Paket von Regulierungsmaßnahmen. Wieso kann ein Ausschuss Bankenregulierungen beschließen? Nach der Pleite der Herstatt Bank In Deutschland

⁶

<http://www.business-wissen.de/nachrichten/ifo-chef-kritisiert-fehlende-g20-beschluesse-zur-bankenregulierung/>.

und der Franklin National Bank in USA wurde 1974 von den Zentralbanken und Bankenaufsichtsbehörden der G10-Staaten der Baseler Ausschuss gegründet, der bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) angesiedelt ist. In dem Ausschuss sitzen die Notenbanken und die Bankenaufsicht von inzwischen 27 Mitgliedsstaaten. Selbstverständlich setzt der Ausschuss kein verbindliches Recht, sondern erarbeitet Regulierungsvorschläge und -empfehlungen, die von den nationalen Gesetzgebern in verbindliches Recht umgesetzt werden müssen. Damit ist das erste Problem der internationalen Regulierung markiert: es sind nur Empfehlungen, die von den Staaten in nationales Recht umgesetzt werden müssen, um für die Banken verbindlich zu sein, und in der Tat werden die USA kritisiert, weil sie Basel II bis heute nicht ordnungsgemäß oder vollständig umgesetzt haben.

1. Basel I und II

1988 hat der Ausschuss das erste Regulierungswerk, Basel I, verabschiedet, dessen offizieller Titel „Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen“ lautet.⁷ Im Kern der Regelung verlangte Basel I, dass die Staaten ihren Banken vorschreiben, Eigenkapital von insgesamt 8 % des Kreditvolumens vorzuhalten. Das bedeutet, dass die Banken nur das 12,5fache ihres Eigenkapitals an Kredit vergeben dürfen. Dabei wurde unterschieden zwischen hartem Eigenkapital (Tier 1) mit einem Anteil von 4 % und weniger sicherem Eigenkapital (Tier 2) von weiteren 4 %.

Basel I legte die Eigenkapitalanforderungen auf 34 Seiten fest. Angeblich im Interesse „größerer Effizienz“ wurden die Regelungen bald neu verhandelt und aufgeweicht. Im Jahre 2004 wurden neue Regeln zur „Internationalen Konvergenz der Kapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen - Überarbeitete Rahmenvereinbarung“, bekannt als Basel II, erlassen. Diese Empfehlungen des Bankenausschusses wurde im Krisenjahr 2008 in europäisches Recht umgesetzt und finden sich im deutschen Recht im Kreditwesengesetz (KWG) und der Solvabilitätsverordnung (SolvV). Die neuen Konvergenzregeln von Basel II hatten einen Umfang von insgesamt 383 Seiten und allein die „Säule“ Eigenkapitalanforderungen einen Umfang von 134 Seiten.⁸ Das Eigenkapital sollte nun gewichtet und zwischen „Marktrisiken“ und „operationellen Risiken“ unterschieden werden, für die unterschiedliche Eigenkapitalanforderungen

⁷ <http://www.bis.org/publ/bcbs04ade.pdf>.

⁸ http://www.bis.org/publ/bcbs107b_ger.pdf.

galten. Das System wurde so kompliziert, dass es kaum nachvollziehbar war und zur Umgehung aufrief, zumindest aber Vollzugsdefizite vorprogrammierte.⁹ Lukas Zeise fasst das so zusammen: „Basel II bedeutete, dass die Bankenaufsicht die immer komplizierter werdenden Risikomess-Systeme der Banken beurteilen muss und damit von vornherein überfordert ist.“¹⁰ Kritisiert wurde nach der Krise 2008/ 09, dass Basel II prozyklische Effekte habe. Als Teil der Eigenkapitalanforderungen waren auch Kapitalpuffer vorgesehen, die vom Risiko abhängen sollten, also bei höherem Risiko größer, bei niedrigerem kleiner sein sollten. Das Risiko wächst aber in der Krise und ist in ruhigen Zeiten niedriger, was zur Folge hat, dass die Banken in der Krise höhere Kapitalreserven behalten sollen. Das klingt zunächst überzeugend. Das Problem der Finanzkrise 2008 war jedoch, dass in ihrem Gefolge die Banken Aktiva horten mussten, um die Eigenkapitalanforderungen zu erfüllen. Sie liehen es sich deshalb gegenseitig nicht mehr aus, was erstens zum Risiko weiterer Bankenpleiten führte und zweitens auch zu einer Kreditklemme der „Realwirtschaft“, welche die Konjunktur abdrosselt. Verstärkt wird dieser prozyklische Effekt dadurch, dass die Risiken in Krisenzeiten nicht nur real höher sind, sondern auch über- und in ruhigen Zeiten unterbewertet werden.

2. Basel III: Kapitalquoten

Basel III besteht aus einem Paket von „Vereinbarungen“ oder Vorschlägen für die Gesetzgebung, die im Dezember 2010 vom Baseler Ausschuss verabschiedet wurden. Dazu gehört als Herzstück „Ein globaler Regulierungsrahmen für widerstandsfähigere Banken und Bankensysteme“¹¹, sowie die „Internationale Rahmenvereinbarung über

⁹ Die Berechnung des Risikos soll etwa so erfolgen: „Das Risikogewicht eines bestimmten Kredits bestimmt sich anhand der zugeordneten Schätzungen für PD, LGD, EAD und gegebenenfalls für die effektive Restlaufzeit (M). Die Absätze 318 bis 324 erörtern die Fälle, in denen eine Restlaufzeitanpassung erfolgt.

Wenn nicht anders angegeben, werden PD und LGD in diesem Abschnitt als Dezimalwert und EAD als Währungseinheit (z.B. Euro) gemessen. Für Engagements, die nicht ausgefallen sind, lautet die Formel zur Ermittlung der gewichteten Risikoaktiva:

$$\text{Korrelation (R)} = 0,12 \times (1 - \text{EXP}(-50 \times \text{PD})) / (1 - \text{EXP}(-50)) + 0,24 \times [1 - (1 - \text{EXP}(-50 \times \text{PD})) / (1 - \text{EXP}(-50))]$$

$$\text{Restlaufzeitanpassung (b)} = (0,11852 - 0,05478 \times \ln(\text{PD}))^2$$

$$\text{Eigenkapitalanforderung}^{68} \text{ (K)} = [\text{LGD} \times \text{N} [(1 - \text{R})^{-0,5} \times \text{G}(\text{PD}) + (\text{R}/(1 - \text{R}))^{0,5} \times \text{G}(0,999)] - \text{PD} \times \text{LGD}] \times (1 - 1,5 \times \text{b})^{-1} \times (1 + (\text{M} - 2,5) \times \text{b})$$

$$\text{gewichtete Risikoaktiva (RWA)} = \text{K} \times 12,50 \times \text{EAD}.$$

¹⁰ Zeise, L.: Geld – der vertrackte Kern des Kapitalismus (Köln 2010), S. 180.

¹¹ http://www.bis.org/publ/bcbs189_de.pdf.

Messung, Standards und Überwachung in Bezug auf das Liquiditätsrisiko¹² und die „Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer.“¹³ Der globale Regulierungsrahmen schreibt die Mindestkapitalanforderungen vor.

Es wird unterschieden zwischen hartem Kernkapital, zusätzlichem Kernkapital und Ergänzungskapital. Danach muss das harte Kernkapital jederzeit mindestens 4,5% der risikogewichteten Aktiva betragen. Das gesamte Kernkapital muss jederzeit mindestens 6,0% der risikogewichteten Aktiva betragen. Das harte Kernkapital kann also um 1,5% zusätzliches Kernkapital aufgestockt werden. Und das Gesamtkapital (Kernkapital plus Ergänzungskapital) muss jederzeit mindestens 8,0% der risikogewichteten Aktiva betragen (Nr. 50). Über die regulatorische Mindesteigenkapitalanforderung hinaus wird ein Kapitalerhaltungspolster von 2,5% festgesetzt, das aus hartem Kernkapital zu bestehen hat. Sobald die Eigenkapitalausstattung einer Bank innerhalb dieser Spanne liegt, gelten Beschränkungen für Kapitalausschüttungen (Nr.129). Außerdem kann die nationale Aufsichtsbehörde (also BaFin oder Bundesbank) die Einführung „eines antizyklischen Kapitalpolsters sowie anderer verfügbarer makroprudenzieller Instrumente in Betracht ziehen. Abhängig von der Einschätzung der Aufsichtsbehörde in Bezug auf den Umfang systemweiter Risiken soll das Polster zwischen 0 und 2,5% der risikogewichteten Aktiva liegen (Nr.129).

Kalibrierung der Eigenkapitalstandards			
Eigenkapitalvorschriften und Kapitalpolster (in Prozent)			
	Hartes Kernkapital	Kernkapital	Gesamtkapital
Mindestanforderung	4,5	6,0	8,0
Kapitalerhaltungspolster	2,5		
Mindestanforderung plus Kapitalerhaltungspolster	7,0	8,5	10,5
Bandbreite für das antizyklische Kapitalpolster*	0 – 2,5		

¹² http://www.bis.org/publ/bcbs188_de.pdf.

¹³ http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/basel3_guidance_countercyclical_buffer.pdf.

Basel III schreibt künftig eine Kernkapitalquote (Tier 1) von 7 % hartes Kernkapital,¹⁴ bestehend aus der Mindesteigenkapitalanforderung von 4,5 % plus 2,5 % zusätzliches Kernkapital. Dazu kommen 2 % Ergänzungskapital, womit wir bei 8 % liegen. Dies wird erweitert um den Kapitalerhaltungspuffer von 2,5 % des harten Kernkapitals und das antizyklische Kapitalpolster von 0-2,5%, womit Basel III eine Eigenkapitalquote von 10,5 % bis 13 % vorschreibt. Das ist eine Erhöhung gegenüber Basel I, aber offenkundig keine sonderlich gravierende. Der antizyklische Puffer soll in der Weise funktionieren, dass die nationalen Aufsichtsbehörden den Banken in guten Zeiten, d.h. bei expandierenden Kapitalmärkten, die mit dem Risiko der Blasenbildung verbunden sind, den Banken vorschreiben, den Puffer anzulegen. Nach den Vorstellungen des Ausschusses müssen insbesondere „systemrelevante Banken“ diesen antizyklischen Puffer anlegen.

So sollen die Banken bei einem crash oder einem kontrahierenden Markt in der Lage sein, liquide zu bleiben. Entscheidend ist natürlich, wie das Kernkapital definiert wird. Das harte Kernkapital soll nun aus der Summe folgender Bestandteile bestehen, nämlich den von der Bank ausgegebenen Stammaktien, welche die Klassifizierungskriterien für Stammaktien für aufsichtliche Zwecke erfüllen; aus dem Aktienagio (Aktienaufgeld) aus der Ausgabe von Instrumenten, die Teil des harten Kernkapitals sind; aus einbehaltenen Gewinnen; sowie aus Stammaktien, die von konsolidierten Tochtergesellschaften der Bank ausgegeben wurden und von Dritten gehalten werden (Minderheitsbeteiligung) (Nr. 52). Es wird genauer definiert, welche Kriterien die genannten Bestandteile erfüllen müssen. Das zusätzliche Kernkapital besteht mehr oder weniger aus den aufgezählten Bestandteilen, die allerdings nicht die Kriterien für das harte Kernkapital erfüllen. Das ergänzende Kernkapital besteht folgerichtig aus den genannten Elementen ohne Stammaktien und zusätzlich aus bestimmten Rückstellungen für Kreditausfälle (Nr. 57). In den vorangestellten Erläuterungen heißt es dazu: „Von entscheidender Bedeutung ist, dass die von den Banken eingegangenen Risiken durch eine hochwertige Eigenkapitalbasis gedeckt sind. ... Deshalb muss das Kernkapital überwiegend aus Stammaktien und einbehaltenen Gewinnen bestehen. ... Das restliche Kernkapital muss aus Instrumenten bestehen, die nachrangig sind, mit rein diskretionären, nicht kumulativen

14

Ursprünglich hatte der Ausschuss vorgeschlagen, eine Kernkapitalquote von 12 % festzulegen, was auf Druck der Bankenlobby auf 7 % gesenkt wurde (Weed, Too big to fail, http://www2.weed-online.org/uploads/sifis_regulieren.pdf).

Dividenden oder Kupons versehen sind und weder einen Fälligkeitstermin haben noch einen Anreiz zur Tilgung enthalten. Innovative hybride Eigenkapitalinstrumente mit Tilgungsanreizen wie Zinserhöhungsklauseln, die derzeit bis zu 15% des Kernkapitals (Klasse1) ausmachen dürfen, werden auslaufen. Zusätzlich werden die Ergänzungskapitalinstrumente harmonisiert, und sogenannte Drittrangmittel-Eigenkapitalinstrumente, die nur zur Deckung von Marktrisiken verwendet werden durften, werden wegfallen“ (Nr. 8 f).

Konflikte gab es in Deutschland um die Sparkassen und Landesbanken. Insbesondere erstere waren in der Krise weitgehend unbeschadet davongekommen, müssen nun aber ihr Kernkapital deutlich erhöhen, weil ab 2013 stille Einlagen für Banken grundsätzlich nicht mehr als hartes Kernkapital gelten. Diese besonders in Deutschland beliebte Beteiligungsform – so der Kompromiss – bleibt bei Banken, die nicht in der Form der Aktiengesellschaft geführt werden, erhalten, wenn die stillen Einlagen den mit Basel III erhöhten Qualitätsansprüchen entsprechen. Stille Einlagen, die im Rahmen staatlicher Stützungsmaßnahmen in der Krise gewährt wurden, gelten uneingeschränkt bis zum Jahr 2018 weiter als hartes Kernkapital. Das heißt aber, dass auch Basel III – gemeinsam mit der Europäischen Kommission – den Angriff auf das deutsche Sparkassensystem forciert, während die privaten Banken verschont bleiben. Das Problem bleibt aber, wie das Kernkapital zu definieren ist. Umgekehrt lässt sich natürlich auch die andere Seite der Gleichung kritisch hinterfragen, was nämlich als vergebener Kredit in die Rechnung einfließt.¹⁵

Das Baseler Komitee hat zu schätzen versucht, wie hoch zusätzliche Mittel sein müssen, die sich die Banken beschaffen müssen, um die Basel III Kriterien zu erfüllen, und kommt zu folgendem Ergebnis: “Relative to a 7% CET1 level, which includes both the 4.5% minimum requirement and the 2.5% capital conservation buffer, the Committee estimated that Group 1 banks in aggregate would have had a shortfall of €577 billion at the end of 2009. As a point of reference, for this sample of banks the sum of profits after tax and prior to distributions in 2009 was €209 billion. Group 2 banks with CET1 ratios less than 7% would have required an additional €25 billion; the sum of these banks' profits after tax and prior to distributions in 2009 was €20 billion. Since the end of 2009, banks have continued to raise their common equity capital

¹⁵

Schuhler, C.: Die Mär von der Zählung der Finanzmärkte, isw Reprot Nr. 82, 2010, S. 29.

levels through combinations of equity issuance and profit retention.“¹⁶ Fazit: so schlimm soll es für die Banken nicht werden, folglich muss man umgekehrt fragen: Hilft es dann? Kritiker führen denn auch an, dass die Eigenkapitalausstattung von Basel III von den Banken längst erfüllt werde, so dass eine zusätzliche Sicherheit nicht geschaffen wird.¹⁷

3. Basel III: Schutzschilde im Stress

Eingeführt wurden außerdem die inzwischen bekannt gewordenen Stresstests. Grundlage ist die sogenannte Liquidity Coverage Ratio (LCR), über die sicher gestellt werden soll, dass die Bank über ausreichend erstklassige liquide Aktiva verfügt, um eine akute, einen Monat lang andauernde Stresssituation zu überstehen. Die Formel sieht etwas schlicht aus:

$$\text{Liquidity Coverage Ratio} = \frac{\text{Bestand an erstklassigen liquiden Aktiva}}{\text{Gesamter Nettoabfluss von Barmitteln In den nächsten 30 Tagen}} = \geq 100\%$$

Sie sagt nicht mehr, als dass von den Banken verlangt wird, dass sie unter Stressbedingungen, also bei hohen Abflüssen von Barmitteln, mindestens 30 Tage liquide bleiben müssen. Es kommt natürlich darauf an, wie man die Liquidität berechnet. Die neue Europäische Aufsichtsbehörde für die Banken (EBA), die noch zu erörtern ist, hat die Ermächtigung erhalten, solche Stresstests durchzuführen. Ende Juni verschärfte die EBA die Bedingungen für den Stresstest, nachdem der erste Test wegen zu lascher Kriterien in die Kritik geraten war. Durchgespielt werden sollte nun auch eine Staatspleite Griechenland, was die Politik auf jeden Fall vermeiden will. "Wenn eine europäische Behörde den Banken vorschreibt, einen potenziellen griechischen Bankrott in die Stresstests einzurechnen, dann gesteht die EU etwas ein, von dem sie sonst immer das Gegenteil behauptet hat", sagte Luis Maglanoc, Analyst bei der italienischen Bank Unicredit.¹⁸ Weiteres Kriterium ist der sog. „Net Stable fundig Ratio“ (NSFR), über den das langfristige Liquiditätsniveau abgeschätzt werden soll. Die NSFR fordert von den Banken über einen Zeithorizont von einem Jahr einen

¹⁶ <http://www.bis.org/press/p101216.htm>.

¹⁷ Schuhler, C.: Die Mär von der Zähmung der Finanzmärkte, isw Reprot Nr. 82, 2010, S. 29 f.

¹⁸ FTD vom 23.6.2011, <http://www.ftd.de/unternehmen/finanzdienstleister/:verschaefter-stresstest-europaeische-bankenaufsicht-spielt-griechen-ausfall-durch/60068387.html>.

Mindestbetrag an stabilen Refinanzierungsquellen. Ziel der NSFR ist, eine übermäßige Abhängigkeit von kurzfristigen, von Großkunden bereitgestellten Finanzmitteln in Zeiten reichlicher Marktliquidität zu begrenzen und eine solidere Einschätzung des Liquiditätsrisikos bei allen bilanzwirksamen und außerbilanziellen Positionen zu fördern (Nr. 42). Das Baseler Komitee hat auch die Belastungen durch die neuen Liquiditätsstandards abgeschätzt und kommt zu folgendem Ergebnis: „Assuming banks were to make no changes to their liquidity risk profile or funding structure, as of end-2009: The average LCR for Group 1 banks was 83%; the average for Group 2 banks was 98%. The average NSFR for Group 1 banks was 93%; the average for Group 2 banks was 103%.“¹⁹ Obwohl die Liquidität in der Krise ein zentrales Problem war, scheint der Änderungsbedarf, den Basel III erzeugt, gering zu sein.

Angesichts der Schärfe der Krise wird Basel III von vielen für unzureichend gehalten. Zunächst wurden die Übergangsfristen als zu lang kritisiert. So sollen große Teile der Regelungen, etwa die Bestimmungen zum NSFR oder zum harten Kernkapital erst am 1. Januar 2018, andere wie die Vorhaltung eines antizyklischen Kapitalpolsters erst Ende 2018 (Nr. 150) umgesetzt werden. Das scheint doch ein recht kurzer Übergangszeitraum zu sein. Allerdings ist zu bedenken, dass die Finanzkrisen in jüngerer Vergangenheit in immer kürzeren Abständen einschlugen. Die sog. Dot.com Krise erschütterte die Aktienmärkte der industrialisierten Welt – glücklicherweise ohne nennenswerte Auswirkungen auf die Realwirtschaft – im Jahre 2001, die große Finanzkrise ließ nur sechs, höchstens sieben Jahre (je nachdem, wo man den Aufschlag setzt) auf sich warten. 2018 ist also möglicherweise zu spät, um in der nächsten Phase des Krisenprozesses ohne Bankenrettungsschirme auszukommen. Dabei bleibt zu berücksichtigen, dass der Baseler Ausschuss nur Empfehlungen aussprechen kann, die von den nationalen Parlamenten in geltendes Recht umzusetzen sind. Es besteht also die Gefahr einer unzureichenden oder lückenhaften Implementation. Die USA hatten Basel II bekanntlich nicht umgesetzt. Umgekehrt lässt sich natürlich auch nach der Legitimation des Ausschusses fragen, Empfehlungen abzugeben, von denen er erwartet, dass die nationalen Parlamente sie umsetzen. Oder anders gesagt: die Zentralbanken sind eh zu einer weitgehend unkontrollierten Macht neben den gewählten und legitimierten Politikern geworden, die nun gleichsam

¹⁹

<http://bis.org/publ/bcbs189.htm>.

weltweit ein Bankenregime verabschieden, über dessen Wirksamkeit man sehr geteilter Meinung sein kann.

Kritik an der Wirksamkeit der Baseler Beschlüsse wird nicht nur von kritischen Ökonomen oder NGOs formuliert. Auf die Frage der Financial Times Deutschland, ob wir nach den Basel-III-Beschlüssen vor einem Bankenkollaps wie bei Lehman Brothers gefeit sind, antwortete der ehemalige geschäftsführende Direktor des IWF, Dominique Strauss-Kahn: „Die Basel-III-Beschlüsse betreffen die Bankenregulierung. Sie greifen aus drei Gründen zu kurz: Erstens fällt der Schattenbankensektor nicht darunter, also etwa Hedge-Fonds und Private-Equity-Firmen. Dieser Sektor ist so wichtig wie der Bankensektor, wenn nicht noch wichtiger. Er muss reguliert werden. Zweitens wissen wir noch nicht, ob die nationalen Aufseher weltweit die strengere Regulierung auch umsetzen. Insbesondere bei grenzüberschreitender Aufsicht und dem Austausch von Informationen ist bislang viel zu wenig passiert. Das führt mich zum dritten Punkt, der grenzüberschreitenden Abwicklung von Banken. Hier hat sich verglichen mit der Zeit vor der Krise fast nichts bewegt.“²⁰

Die EU hat im November 2009 die Banken-Richtlinie 2006/48 durch die Richtlinie 2009/11 geändert. Obwohl die Finanzkrise gleichsam ihren Höhepunkt erreicht hatte, wurde Ende 2009 noch eine „Anpassung“ an Basel II vorgenommen. So heißt es denn auch in den Erwägungsgründen: „(3) Finanzinstrumente spielen beim laufenden Kapitalmanagement der Kreditinstitute eine wichtige Rolle. Diese Instrumente geben den Kreditinstituten die Möglichkeit, ihre Kapitalstruktur zu diversifizieren und ein breites Spektrum von Finanzinvestoren zu erreichen. Am 28. Oktober 1998 erzielte der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht eine Übereinkunft sowohl über die Kriterien als auch die Obergrenzen für die Anrechnung bestimmter Arten von hybriden Finanzinstrumenten als Basiseigenmittel der Kreditinstitute. (4) Daher ist es wichtig, Kriterien festzulegen, die diese Finanzinstrumente erfüllen müssen, um als Basiseigenmittel der Kreditinstitute angerechnet werden zu können.“ Das hybride Kapital wurde aber ganz im Sinne von Basel II weiter als Eigenkapital gewertet, wissend, dass dieses in der Finanzkrise unzureichend war, um die Banken liquide zu halten.

²⁰

Interview mit Strauss-Kahn, in FTD vom 11.4.2011.

III. Steueroasen

Im März 2009 erregte der damalige deutsche Finanzminister Peer Steinbrück weltweites Aufsehen, weil er einen Feldzug gegen die sog. Steuerparadiese oder Tax-Heavens startete. Dabei ging er nicht zimperlich vor und zog sich insbesondere den Zorn der südlichen Nachbarländer der BRD zu, für die er nicht besonders schmeichelhafte Vergleiche ersann. Diskutiert wurde eine „schwarze Liste“ der OECD, welche die Steuerparadiese aufzählte. Diese schwarze Liste unkooperativer Steueroasen verglich Steinbrück mit der Kavallerie der USA während des Vernichtungskrieges gegen die Indianer.²¹ "Die kann man ausreiten lassen. Aber die muss man nicht unbedingt ausreiten lassen. Die Indianer müssen nur wissen, dass es sie gibt", sagte Steinbrück und drohte damit explizit der Schweiz. Als "nicht minder skandalös", so die Neue Zürcher Zeitung, empfinden die Schweizer auch eine Äußerung von SPD-Chef Franz Müntefering. Dieser habe mit Blick auf die Steueroasen in aller Welt gesagt, "früher hätte man dort Soldaten hingeschickt. Aber das geht heute nicht mehr."²² Zwei Monate später verglich Steinbrück das EU-Mitglied Österreich mit der "Steueroase" Ouagadougou, der Hauptstadt von Burkina Faso, was nicht nur die Österreichische Regierung, sondern auch diejenige von Burkina Faso empörend, weil implizit rassistisch fand.²³

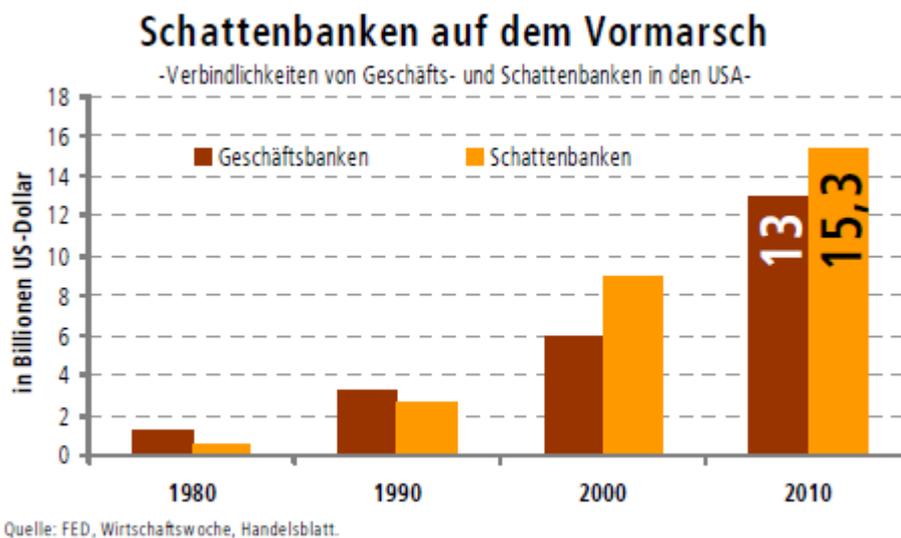
Nun lässt sich zunächst fragen, was Steueroasen eigentlich mit der Finanzkrise zu tun haben. Das Hinterziehen von Steuern muss für die auf Steuern angewiesenen Staaten, insbesondere wenn sie ihre Sozialsysteme erhalten wollen, offenkundig ein Ärgernis sein. Aber die Steuerparadiese scheinen doch zunächst nicht verantwortlich zu sein für die Finanzkrise, die sich aus den Subprime Krediten und deren Weiterverkauf in Form von Derivaten entwickelt hatte. Die Steuerparadiese sind insofern von Interesse für die Stabilität des weltweiten Finanzmarktes, als dort auch die sog. Schattenbanken angesiedelt sind, die insbesondere auf hoch riskante und hoch profitable Geschäfte mit Papieren spezialisiert sind, die sich der Aufsicht entziehen, u.a. weil sie nicht an

²¹ Wohl nicht wissend, dass gerade die US-Kavallerie für die größte Niederlage der USA vor dem Vietnam Krieg steht, weil das 7. US Kavallerieregiment unter General Custer 1876 von den Sioux Indianern vernichtend geschlagen wurde.

²² SZ 18.3.2009.

²³ http://diepresse.com/home/wirtschaft/international/477202/Rassismusvorwurf-gegen-Steinbrueck_Ouagadougou-wehrt-sich-.

Börsen, sondern over the counter (OCD²⁴) gehandelt werden. Die Herausbildung eines Schattenbankensystems sei von den Bank- und Wertpapieraufsichtsbehörden nicht registriert, geschweige denn reguliert worden, meinen Troost und Liebert, weil „dieses fast ausschließlich in Steueroasen angesiedelt ist. Als ‚Schattenbanken‘ werden Finanzmarktakteure bezeichnet, die bankenähnliche Dienste anbieten, ohne aber wie eine Bank reguliert zu sein – beispielsweise Hedgefonds und Zweckgesellschaften. Letztere, oft auch als Conduits bezeichnet, werden von Finanzkonzernen häufig außerhalb ihrer Bücher angelegt und insbesondere für die verbrieften Produkte eingesetzt, die in der Finanzkrise eine so unrühmliche Rolle spielten.“ Ein Beispiel für solch eine Schattenbank in Form einer Zweckgesellschaft war die Depfa, eine Tochter der HRE, die diese mit in den Abgrund riss. Ihr Sitz wurde nach Irland verlegt, weil dort eine Regulierungswüste existiert. Von Irland aus wurden Geschäfte in noch abgelegene und weniger regulierte Steueroasen verlegt.²⁵ In den Steuerparadiesen existiert ein insgesamt intransparentes Schattenbankensystem, deren Verbindlichkeiten in den letzten 30 Jahren enorm gewachsen sind und inzwischen diejenigen der Geschäftsbanken übersteigen.



Im Jahre 2000 gab die OECD einen Report heraus, in dem sie eine Anzahl von unkooperativen Staaten benannte. Vorher hatte die OECD Kriterien entwickelt, was als

²⁴ Die EU plant diese Geschäfte zu regulieren, was unten erörtert wird.

²⁵ Troost, A. / Liebert, N.: Das Billionengrab. Von Steueroasen und Schattenbanken, i: Blätter 3/2009, S. 77.

unkooperativ und deshalb als Steuerparadies zu werten ist. Von der Liste gestrichen wurden alle Staaten, welche die OECD's „standards of transparency and exchange of information“ erfüllten und implementiert hatte. Zwischen 2000 und April 2002 übernahmen 31 Staaten diese Standards und wurden von der Liste gestrichen. Es bleiben nunmehr insgesamt nach den OECD Kriterien sieben Steuerparadiese übrig, nämlich Andorra, Das Fürstentum Liechtenstein, Liberia, Das Fürstentum Monaco, die Marshall Islands, die Republik Nauru und die Republik Vanuatu. Im Mai 2009 strich the Committee on Fiscal Affairs der OECD drei Steuerparadiese von der Liste, nämlich Andorra, Liechtenstein und Monaco, weil auch diese erklärt hatten, die OECD Standards akzeptieren zu wollen.²⁶ Das klingt genauso merkwürdig, wie es in der Tat auch ist. Erfüllt werden die Kriterien der OECD nämlich, wenn das “Model agreement on exchange of information on tax matters, developed by the OECD Global Forum Working Group on Effective Exchange of Information”²⁷ akzeptiert bzw. als bi-oder multilaterale Vereinbarung zwischen dem „ehemaligen“ Steuerparadies und anderen Staaten abgeschlossen wurde. Die Muster-Vereinbarung der OECD soll dazu dienen, die internationale Kooperation in Steuersachen durch den Austausch von Informationen zu verbessern. Das Problem dieses Muster-Abkommens ist es, dass erstens das Steuerparadies nur auf Anfrage tätig werden muss und zweitens der anfragende Staat begründen muss, warum er denn wohl vermutet, dass der ersuchte Staat Informationen über einen Steuersünder besitzen könnte. Die BRD hat beispielsweise im September 2009 das Musterabkommen wörtlich übernommen und mit dem Fürstentum eine entsprechende Vereinbarung getroffen.²⁸ Darin heißt es in Art. 5: „(1) Auf Ersuchen der ersuchenden Vertragspartei erteilt die zuständige Behörde der ersuchten Vertragspartei Auskünfte für die in Artikel 1 genannten Zwecke... (5) Jedes Auskunftersuchen ist möglichst detailliert abzufassen und muss die folgenden schriftlichen Angaben enthalten: ... f) die Gründe für die Annahme, dass die erbetenen Auskünfte der ersuchten Vertragspartei vorliegen oder sich im Besitz oder in der Verfügungsmacht einer Person im Hoheitsbereich der ersuchten Vertragspartei befinden; g) den Namen und die Anschrift von Personen, soweit bekannt, in deren

²⁶ http://www.oecd.org/document/57/0,3343,en_2649_33745_30578809_1_1_1_1,00.html.

²⁷ <http://www.oecd.org/dataoecd/15/43/2082215.pdf>.

²⁸ BGBl II, 2010, S. 960: Gesetz zu dem Abkommen vom 2. September 2009 zwischen der Regierung der Bundesrepublik Deutschland und der Regierung des Fürstentums Liechtenstein über die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch in Steuersachen.

Besitz sich die erbetenen Auskünfte vermutlich befinden;²⁹ Damit, meint nicht nur die OECD, sondern auch das BMF, sei das Problem der Steuerparadiese doch weitgehend erledigt. Wenn der ersuchende Staat die geforderten Informationen schon alle hat, erübrigt sich allerdings oft die Anfrage im Steuerparadies, denn dann dürfte sich der Steuerbetrug auch selbstständig ermitteln lassen. Das von Steinbrück etwas brachial formulierte Problem wurde eher wegdefiniert als gelöst.

Inzwischen haben die Schweiz und die Bundesregierung eine abkommen paraphiert, das 2013 in Karfat treten soll. Danach sollen die Schweizer Banken zukünftig die Abgeltungssteuer von 26,375 % auf Bankguthaben von Bürgern aus der BRD direkt an den deutschen Fiskus abführen. Für Altbestände, d.h. Schwarzgeld aus Steuerhinterziehung soll eine einmalige Steuer zwischen 19 und 34 % fällig werden.³⁰ Damit wäre die Steuerhinterziehung „geahndet“, das Vermögen legalisiert. Geschätzt wird, dass sich Schwarzgeld in Höhe zwischen 130-180 Mia. Euro in der Schweiz befindet.³¹ Mit dem Abkommen verzichtet die BRD gleichzeitig auf den Ankauf von den berüchtigten Steuersünder-CDs, die eine erhebliche präventive Wirkung zeigten. Mit der Legalisierung des Schwarzgeldes verzichtet die Bundesrepublik erstens auf hohe Steuereinnahmen, zweitens verzichtet sie auf Strafverfolgung, was implizit zwei Klassen von Straftätern schafft und den Rechtsstaat weiter unterminiert. Der Bund deutscher Kriminalbeamter ist außer sich, weil Schwarzgeldkonten nicht nur von Wohlhabenden geführt werden, die legal zu ihrem Geld gekommen sind. Ein großer Teil der Schwarzkonten beherbergt Schwarzgeld aus kriminellen, wenn nicht mafiösen Aktivitäten. „Die professionellsten Steuerbetrüger und Verbrecher müssen sich künftig nicht mehr um ihr illegales Vermögen in der Schweiz sorgen. Sie zahlen einfach anonym einen Abschlag an den deutschen Fiskus und können fortan ruhig schlafen, da ihre Straftaten unentdeckt bleiben werden,“ heißt es in der Stellungnahme der Kriminalbeamten.³² Die Steueroase Schweiz könne so in Zukunft legal als Geldwaschanlage benutzt werden, was erheblich einfacher sei, als das Geld in legale

²⁹ Gefunden am 30.6.2011 auf: http://www.doppelbesteuerung.eu/?page_id=671.

³⁰ BFM Pressemitteilung vom 10.8.2011: http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_3380/DE/Presse/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2011/08/20110810-PM32.html?__nnn=true.

³¹ FTD vom 10.8.2011.

³² BDK Pressemitteilung vom 10.8.2011: <http://www.bdk.de/der-bdk/aktuelles/pressemitteilungen/steuerabkommen-schweiz>.

Geschäfte zu investieren. Der Kampf gegen Steueroasen wurde eingestellt und keineswegs gewonnen.

IV. Das EU System der Finanzaufsicht

Die EU hat inzwischen ein europäisches System der Finanzmarktaufsicht geschaffen, indem entsprechende Behörden etabliert wurden. Das EU-Finanzaufsichtssystem (ESFS) besteht aus drei Behörden sowie weiteren zwei europäischen Ausschüssen. Die drei neuen Behörden sind die Europäische Bankenaufsichtsbehörde³³ (EBA), die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung³⁴ (EIOPA³⁵), die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde³⁶ (ESMA)³⁷. Zusammen sind diese Behörden die European Supervisory Authorities, was mit Europäische Aufsichtsbehörden übersetzt wird und ESA abgekürzt wird.³⁸ „Übergeordnet“ sind gleichsam der Ausschuss für Systemrisiken³⁹ (ESRB) sowie ein gemeinsamer Ausschuss der Aufsichtsbehörden (Joint Committee).⁴⁰ Teil des Systems sind selbstverständlich auch die Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten⁴¹, bei denen sozusagen das Recht des ersten Zugriffs in der Aufsicht verblieben ist. Interessant erscheint es, sich im Folgenden die Aufgaben des Ausschusses für Systemrisiken und exemplarisch einer der neuen Aufsichtsbehörden anzusehen.

33 Verordnung (EU) Nr. 1093/2010.

34 Verordnung (EU) Nr. 1094/2010.

35 Eiopa wurde eingerichtet durch die Entscheidung der Kommission 2004/9/EG of 5 November 2003 und die Richtlinie 2005/1/EG of 9. März 2005.

36 Verordnung (EU) Nr. 10095/2010.

37 Die ESMA ersetzte das Committee of European Securities Regulators (CESR).

38 Die ESAs wurden im November 2010 durch Verordnungen eingeführt und traten an die Stelle des Ausschusses der europäischen Bankenaufsichtsbehörden, der durch den Beschluss 2009/78/EG der Kommission eingesetzt wurde, des Ausschusses der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung, der durch den Beschluss 2009/79/EG der Kommission eingesetzt wurde, und des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden, der durch den Beschluss 2009/77/EG der Kommission eingesetzt wurde. Sie sollten sämtliche Aufgaben und Zuständigkeiten dieser Ausschüsse, einschließlich gegebenenfalls der Fortführung laufender Arbeiten und Projekte, übernehmen.

39 Verordnung (EU) Nr. 1092/2010.

40 Joint Committee of the European Supervisory Authorities (ESA).

41 Vgl. Art. 2 II der Verordnung (EU) 1095/2010.

1. Der Ausschuss für Systemrisiken

Mit der EU-Verordnung 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 sollte ein Frühwarnsystem für Instabilitäten auf den Finanzmärkten etabliert werden, um bösen Überraschungen wie im Jahre 2008 vorzubeugen. Der Ausschuss ist zuständig für die Makroaufsicht über das Finanzsystem in der Union, um einen Beitrag zur Abwendung oder Eindämmung von Systemrisiken für die Finanzstabilität in der Union zu leisten, die aus Entwicklungen innerhalb des Finanzsystems erwachsen, wobei er den makroökonomischen Entwicklungen Rechnung trägt, damit Phasen weit verbreiteter finanzieller Notlagen vorgebeugt werden kann (Art. 3).

Das European Systemic Risk Board hat nach der Verordnung 1092/2010 die Aufgabe, unter Auswertung aller relevanten Informationen Systemrisiken zu ermitteln und nach Prioritäten zu ordnen. Dazu soll in Zusammenarbeit mit den ESA ein gemeinsames Bündel quantitativer und qualitativer Indikatoren („Risikosteuerpult“) zur Ermittlung und Messung des Systemrisikos ermittelt werden. Aufgrund dieser Einschätzung von Systemrisiken soll der Ausschuss Risikowarnungen aussprechen, wenn er Risiken als erheblich erachtet, sowie Empfehlungen, wie der Verwirklichung der Risiken entgegen gesteuert werden könnte. Gegebenenfalls dürfen Warnungen und Empfehlungen veröffentlicht werden. Außerdem darf er vertrauliche Warnungen an den Rat aussprechen, wenn der Ausschuss feststellt, dass eine Krisensituation eintreten kann, die eine Intervention der Europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) erfordert. Der Rat kann aufgrund der Warnung des Risiko-Ausschusses eine Entscheidung erlassen, die eine Krisensituation feststellt, was rechtliche Folgen für die ESA hat. Schließlich soll der Ausschuss die Maßnahmen überwachen, die aufgrund der Warnungen und Empfehlungen durchgeführt werden, aber diese Überwachung bleibt natürlich auf der Ebene der Informationssammlung und –bewertung. Der Ausschuss soll mit dem Internationalen Währungsfonds und dem FSB (Financial Stability Board) zusammen arbeiten, das im April 2009 von der G 20 Gruppe mit parallelen Aufgaben betraut wurde.

Der ESRB, der Ausschuss für Systemrisiken, hat einen Verwaltungsrat, einen Lenkungsausschuss, ein Sekretariat, einen Beratenden Wissenschaftlichen Ausschuss und einen Beratenden Fachausschuss. Zentral ist der Verwaltungsrat, dem es obliegt, diejenigen Entscheidungen zu treffen, die für die Aufgabenerfüllung erforderlich sind.

Dem Verwaltungsrat gehören folgende stimmberechtigte Mitglieder an: der Präsident und der Vizepräsident der EZB; die Präsidenten der nationalen Zentralbanken; ein Mitglied der Kommission; der Vorsitzende der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde); der Vorsitzende der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung); der Vorsitzende der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde); der Vorsitzende und die beiden stellvertretenden Vorsitzenden des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses; der Vorsitzende des Beratenden Fachausschusses. Hinzu kommen als nicht stimmberechtigte Mitglieder für jeden Mitgliedstaat ein hochrangiger Vertreter der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden sowie der Vorsitzende des Wirtschafts- und Finanzausschusses (Art. 6). Angesichts des einheitlichen Versagens aller nationalen Aufsichtsbehörden und Zentralbanken vor der Krise 2008, die außer wenigen vorher „abseitigen“ und deshalb richtig liegenden Hochschullehrern niemand antizipiert hatte, scheint diese Zusammensetzung wenig Garantie für ein funktionierendes Frühwarnsystem zu geben. Kumulierte Irrtümer machen diese noch nicht richtiger. Mit der Einrichtung eines Risikowarnsystems räumt die EU ein, dass die Risiken deregulierter Finanzmärkte weiter bestehen und durch die angestrebten Regulierungsmaßnahmen vermutlich nicht ausgeräumt werden. Der Ausschuss hat – folgt man den Dokumenten der homepage – bisher im wesentlichen Aufgaben der Selbstverwaltung übernommen. Ob und welche vertraulichen Warnungen vor einem Kollaps des Finanzsystems durch die Zinsdisparitäten in den Euro-Ländern ausgesprochen wurden, ist nicht ersichtlich. Allerdings brauchte es keines Frühwarnsystems, um diese zu erkennen. Der Hauptproblem ist allerdings, dass der Ausschuss gleichsam nur als Sirene fungiert, die Feuerwehr muss von anderen geschickt werden. Ob sie dies können und tun, bleibt außerhalb der Kompetenz des Ausschusses.⁴²

2. Die Europäische Bankenaufsicht (EBA)

Die Europäischen Aufsichtsbehörden sind jeweils durch eine gesonderte Verordnung eingeführt worden, womit vorher durch Beschlüsse der Kommission geschaffene Ausschüsse gleichsam legalisiert wurden. An dieser Stelle soll nur die Bankenaufsicht

⁴²

Weed, Towards a Global Finance System at the Service of Sustainable Development – Assessing the development impact of European and global financial reforms, Berlin 2011, S. 18.

(EBA) exemplarisch⁴³ näher betrachtet werden. Die Bankenaufsicht wurde durch die Verordnung 1093/2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde am 24. November 2010 eingeführt. Die EBA ersetzt die von der Kommission 2009 durch den Beschluss 2009/78/EU eingeführte CEB. Sieht man sich die Kompetenzen der EBA an, ergibt sich ein uneinheitliches Bild. Zunächst hat die EBA eine Reihe von koordinierenden und empfehlenden Aufgaben. Sie soll einen Beitrag zur Festlegung qualitativ hochwertiger gemeinsamer Regulierungs- und Aufsichtsstandards und – praktiken leisten, indem sie insbesondere Stellungnahmen für die Organe der Union abgibt und Leitlinien, Empfehlungen sowie Entwürfe für technische Regulierungs- und Durchführungsstandards ausarbeitet. Ihre Aufgabe ist es, zu einer kohärenten Anwendung der verbindlichen Rechtsakte der Union beizutragen, indem sie eine gemeinsame Aufsichtskultur schafft. Sie soll die Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden koordinieren und die Delegation von Aufgaben und Zuständigkeiten unter den zuständigen Behörden anregen. Die nationalen Aufsichtsbehörden sollen vergleichenden Analysen („Peer Reviews“) unterzogen werden, die von der EBA organisiert werden. Sie soll außerdem die Märkte beobachten und Marktentwicklungen analysieren. Die Kompetenz der EBA bleibt auf der Ebene der Empfehlungen.

Die EBA ist allerdings auch zentral an der Erarbeitung verbindlicher technischer Standards für die Aufsichtsbehörden in Form von untergesetzlichen Normen beteiligt. Das ist möglich durch eine Ermächtigung der Kommission durch das EP, gemäß Art. 290 AEUV technische Regulierungsstandards mittels delegierter Rechtsakte zu erlassen. Die EBA kommt dabei ins Spiel, indem sie der Kommission entsprechende Regelwerke vorschlagen kann (Art. 10). Dieses Vorschlagsrecht führt faktisch zu einer starken Stellung der EBA für den Fall, dass die Kommission ermächtigt wird, entsprechende „untergesetzliche“ Vorschriften zu erlassen. Gegenwärtig ist die Kommission ermächtigt. Durch die Verordnung wurde die Kommission für einen Zeitraum von vier Jahren ab dem 16. Dezember 2010 ermächtigt, entsprechende technische Standards zu setzen. Rechtlich gestärkt wird die EBA in ihrer Kompetenz, technische Regeln zu setzen dadurch, dass für die Kommission ein besonderer Rechtfertigungszwang normiert ist, wenn sie vom Vorschlag der EBA abweichen will (Art. 14). Obwohl die technischen Standards keine politischen Entscheidungen enthalten oder vorwegnehmen sollen, hat sich inzwischen herumgesprochen, dass

43

Zur Ähnlichkeit der Strukturen: Lehmann, M./ Manger-Nestler, C.: Die Vorschläge zur neuen Architektur der europäischen Finanzaufsicht, in: EuZW 2010, S. 87.

auch in der scheinbar neutralen Technik viel Politik steckt. Das weckt demokratische Zweifel an der dargestellten Konstruktion.

Weiter wird die EBA ermächtigt, Einzelanweisungen an die nationalen Aufsichtsbehörden zu erteilen. Dieses Recht ist zunächst in Art. 17 VI versteckt und verstärkt im Finanzsektor die Kontrolle der Implementation des Unionsrechts. Die Behörde soll den korrekten Vollzug des Unionsrechts durch die nationalen Aufsichtsbehörden überwachen. Dies geschieht in Zusammenarbeit mit der Kommission. Sind EBA und Kommission der gleichen Rechtsmeinung über die europarechtlichen Pflichten, die von der nationalen Behörde nicht durch eine Maßnahme umgesetzt werden, kann die EBA „um neutrale Wettbewerbsbedingungen auf dem Markt aufrecht zu erhalten oder wieder herzustellen beziehungsweise um das ordnungsgemäße Funktionieren und die Integrität des Finanzsystems zu gewährleisten ... einen an ein Finanzinstitut gerichteten Beschluss im Einzelfall erlassen, der dieses zum Ergreifen der Maßnahmen verpflichtet, die zur Erfüllung seiner Pflichten im Rahmen des Unionsrechts erforderlich sind, einschließlich der Einstellung jeder Tätigkeit.“ Hier findet sich die Ermächtigung zur Einzelanweisung an einzelne Bankinstitute im „Normalfall“.

Daneben normiert die EBA-Verordnung eine Ermächtigung für Einzelanweisungen im Krisenfall. Den Krisenfall muss der Rat in Abstimmung mit der Kommission und dem ESRB über „das Vorliegen einer Krisensituation im Sinne dieser Verordnung“ feststellen. Das ist Voraussetzung für Maßnahmen der EBA nach Art. 18 III. Im Krisenfall kann diese die nationalen Behörden durch Erlass von Beschlüssen im Einzelfall dazu verpflichten, die Maßnahmen zu treffen, die erforderlich sind, um auf krisenhafte Entwicklungen zu reagieren. Die Maßnahmen sollen sicherstellen, dass die Finanzinstitute und nationalen Behörden die europarechtlich geforderten Anforderungen erfüllen. Hier geht die Einzelanweisung zunächst an die nationalen Aufsichtsbehörden. Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat jedoch die brüchige Solidarität und die nationale Verankerung der Unternehmen und Finanzinstitute offenbart, weil die Mitgliedstaaten zunächst nach der Devise handelten, „der Rock ist mir näher als die Hose“. Nationale Egoismen und die Verletzung des europäischen Rechts sind in Krisensituationen geradezu zu erwarten. Folglich hat die Verordnung auch diesen Fall einkalkuliert. Die EBA kann auch an einzelne Finanzinstitute Anordnungen erteilen, sofern die nationale Behörde die – vorher ergangene – Weisung der EBA nicht umsetzt und die nationale Behörde europäisches Recht nicht oder offensichtlich regelwidrig anwendet und „sofern dringend eingeschritten werden muss, um das ordnungsgemäße

Funktionieren und die Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems in der Union als Ganzes oder in Teilen wiederherzustellen“ (Art. 18 IV).

Die EBA soll bei Meinungsverschiedenheiten zwischen den nationalen oder sektorübergreifenden Aufsichtsbehörden vermitteln. Letztlich kann die EBA nach gescheiterten Vermittlungsbemühungen auch in diesem Fall „einen Beschluss mit verbindlicher Wirkung für die betreffenden zuständigen Behörden fassen, mit dem diese dazu verpflichtet werden, zur Beilegung der Angelegenheit bestimmte Maßnahmen zu treffen oder von solchen abzusehen, um die Einhaltung des Unionsrechts zu gewährleisten“, und wo dies nicht geschieht, auch Anordnungen gegenüber einzelnen Finanzinstituten erlassen (Art. 19 III, IV). Das gestufte System, zunächst Anweisungen gegenüber der nationalen Aufsichtsbehörde und als ultima ratio auch eine Anordnung gegenüber einer Bank ist also charakteristisch für die Verordnung.

Gegen die genannten Anweisungen und Anordnungen ist – selbstverständlich – Rechtsschutz möglich. Vor dem Weg zu den europäischen Gerichten ist eine Beschwerde bei einem durch die Verordnung eingerichteten Beschwerdeausschuss einzureichen. Berechtig sind alle natürlichen und juristischen Personen, einschließlich der Aufsichtsbehörden (Art. 60). Erst nach erfolgloser Beschwerde ist eine Klage vor dem EuGH zulässig.

Zuständig für die oben genannten Weisungen und Anordnungen ist der sog. Rat der Aufseher, der u.a. aus den Leitern der nationalen Aufsichtsbehörden und weiteren nicht stimmberechtigten Mitgliedern wie dem Vertreter der Kommission und der EZB besteht. Der Rat der Aufseher trifft Entscheidungen mit einfacher Mehrheit, was zwingend notwendig ist, weil die Weisungen ja an eine der stimmberechtigten nationalen Behörden ergehen. Dennoch führt diese Konstellation nicht zu einer hohen Entscheidungsfreudigkeit, da diejenigen, die Maßnahmen gegen einen anderen beschließen, immer im Hinterkopf haben, dass es sie das nächste mal auch treffen könnte. Erscheint das Prozedere insgesamt in „normalen“ Zeiten noch vertretbar, so dürfte es in Krisenzeiten zu schwerfällig sein, um im erforderlichen Tempo Gegenmaßnahmen treffen zu können. Zwar haben die Beschwerden vor dem Beschwerdeausschuss grds. keine aufschiebende Wirkung, aber allein die Feststellung der Krisensituation durch den Rat und die anschließenden Schritte, die erforderlich sind, bevor Anordnungen an eine Bank ergehen können, nehmen Zeit in Anspruch, die – wenn man sich die Abläufe der letzten Krise in Erinnerung ruft – vermutlich nicht

vorhanden ist. Auch hier stellt sich – wie beim Risikoausschuss auch schon – die Frage, ob die Vereinigung aller nationalen Aufseher eine höhere Kompetenz und Entscheidungsfreudigkeit bei Schieflagen aufweisen als die einzelnen Aufsichtsbehörden, die vor der Krise grandios versagt haben.

Die Frage nach dem Nutzen der EBA stellt sich insbesondere, wenn man sich ihre Personalausstattung ansieht. Derzeit sind bei der EBA 45 Mitarbeiter beschäftigt, bis Ende 2011 sollen es 55 werden und bis 2014 soll die Zahl auf 120 erhöht werden. Die BaFin beschäftigt – zum Vergleich – 2000 Mitarbeiter, die britische Bankenaufsicht FSA 3300.⁴⁴ Das lässt eine verstärkte und europäisch koordinierte Kontrolle als aussichtslos erscheinen, insbesondere wenn man erwartet, dass sie angesichts ihrer vielen Aufgaben schnell eingreifen soll, um Krisensituationen vorzubeugen.

Für eine höhere Wachsamkeit sprechen allerdings die - inzwischen berühmt gewordenen - Stresstests, die von der EBA durchgeführt werden. Die EBA kann, heißt es in Art. 21 II, die Durchführung unionsweiter Stresstests veranlassen und koordinieren, um die Widerstandsfähigkeit von Finanzinstituten und insbesondere das von Finanzinstituten ausgehende Systemrisiko ungünstiger Marktentwicklungen bewerten zu können. Die eigentliche Ermächtigungsnorm findet sich in Art. 32, der die harmloser klingende Überschrift „Bewertung von Marktentwicklungen“ trägt und in Abs.2 die EBA in Zusammenarbeit mit dem ESRB zu „unionsweiten Bewertungen der Widerstandsfähigkeit von Finanzinstituten“ ermächtigt.

Beim ersten Stresstest der Banken 2010 waren nur die Institute durchgefallen, von denen es erwartet worden war, nämlich fünf spanische Sparkassen, eine griechische Bank und der mit Steuermilliarden gerettete Immobilienfinanzierer Hypo Real Estate (HRE).⁴⁵ Die Tests wurden deshalb als zu lasch kritisiert bzw. verspottet. Die Erwartungen an den Test 2011 waren andere, die Ansprüche seien von der EBA hochgeschraubt worden, hieß es im Vorfeld der Tests, weshalb hohe Durchfallquoten erwartet wurden. Das Ergebnis des Stresstests war für Deutschland überraschend. Durchgefallen ist nur die HELABA, die sich in der Krise ganz wacker geschlagen hatte

⁴⁴ FTD 12.8.2011.

⁴⁵ FTD 8.7.2011.

und anders als die anderen Landesbanken solide finanziert erschien. Entsprechend groß war der Entrüstungsturm aus Finanzwirtschaft und Politik.⁴⁶

V. Rating Agenturen

Anfang Juli 2011 stufte die US-amerikanische Ratingagentur Moodys die Staatsanleihen Portugals um vier Stufen auf den sog. Ramschstatus „Ba2“ herunter und prophezeite, Portugal benötige ebenso wie Griechenland eine zweite Tranche des Europäischen Rettungsschirmes. Die Politik reagierte empört. Aus Brüssel wurde das Gerücht gestreut, man überlege, ausländischen Agenturen zu verbieten, die Staatsanleihen europäischer Krisenstaaten zu bewerten bzw. zu raten⁴⁷. Die EZB änderte daraufhin ihre Kriterien für die Staatsanleihen, die sie als Sicherheit akzeptiert. Wie andere Banken verleiht die EZB Geld nur gegen Sicherheiten, dazu zählen Staatsanleihen, die gut gerated sind. Die Staatsanleihen Griechenlands und Portugals nach der Abwertung, erfüllten diese Kriterien, die sich die EZB selbst verordnete, nicht mehr. Folge war nun nicht, dass die EZB diese Staatsanleihen nicht mehr als Sicherheiten akzeptiert, sondern, dass sie die Kriterien kurzfristig ausgesetzt hat. Die EZB sei im Verlauf der Krise zur größten „bad bank“ Europas geworden, meinen skeptische Zeitgenossen angesichts dieser Praxis. Auf der anderen Seite wird kritisiert, welche Bedeutung den Ratingagenturen eingeräumt wird, also dass sich z.B. die EZB selbst mit ihren Kriterien an die Wahrsagerei der Agenturen bindet. "Das Kernproblem ist, dass Staaten und Aufseher den Ratingagenturen eine viel zu große Macht zugeschanzt haben. Quasi in allen Vorschriften und Verordnungen gibt es Bezüge zu Ratingurteilen. Das holt uns jetzt immer mehr ein", erklärte auf der konservativen Seite Burkhard Balz, Mitglied der EVP-Fraktion im Ausschuss für Wirtschaft und Währung des EU-Parlaments.⁴⁸ Die Kanzlerin erklärte nach der Abstufung Portugals: 'Was das Thema Ratingagenturen anbelangt, glaube ich, ist es wichtig, dass wir uns unsere eigene Urteilsfähigkeit nicht sozusagen wegnehmen lassen.'⁴⁹ Das war sicher als Drohung in Richtung der großen drei US-amerikanischen Agenturen gemeint, ihrem Bewertungsmonopol eine Europäische Agentur entgegen zu setzen.

⁴⁶ FTD 14.7.2011.

⁴⁷ Wenn man dieses Wort deutsch und nicht englisch liest, trifft es bekanntlich eher den Kern dessen, was die Agenturen so treiben.

⁴⁸ FTD 7.7.2011.

⁴⁹ SZ vom 6.7.2011.

In diesem Sinne hatten NGOs wie Attac oder Weed nach dem vollständigen Versagen der Agenturen bei der Bewertung von Lehmann Brothers 2008 argumentiert und verlangt, dass Ratingagenturen staatlich betrieben werden müssten, schon um Interessenkonflikte zu vermeiden. Am 9. September 2008 hatte Standard&Poors`s Lehmann Brothers noch mit einem Langfrist-Rating von A und einem Kurzfrist-Rating von A-1 bewertet und verkündet, man wolle die Bank genau beobachten und evtl. runterstufen.⁵⁰ Am 15. September 2008 musste die Bank Insolvenz beantragen. Angesichts dieser desaströsen Fehleinschätzung liegt es nahe, ein neutrales, kompetentes staatliches Rating zu fordern, wenn es denn überhaupt gebraucht wird.

Dazu hat sich die EU jedoch nicht durchringen können. Ihre schärfste Drohgebärde war es bislang, den US-amerikanischen Agenturen die Zulassung in Europa zu versagen, weil sie nicht die notwendigen Unterlagen zur Anmeldung vorgelegt hatten. Die europäische Zulassungsbehörde ESMA forderte Ende Juni 2011 von den US-Agenturen, dass sie – wie andere auch – die gesetzlich geforderten Unterlagen einreichen müssen. Weil dies bisher nicht geschehen ist, verlängerte die ESMA den Zulassungsprozess um drei Monate. Vermutlich hatten sich die US Agenturen darauf verlassen, als Marktführer automatisch in Europa zugelassen zu werden. Die ESMA bescheinigte der US-Gesetzgebung jedoch, dass das dortige Aufsichtsregime nicht als "gleichwertig" anzuerkennen sei, so dass die Zulassungsvoraussetzungen in Europa gesondert geprüft werden müssten.⁵¹

Eine Zulassungspflicht für Ratingagenturen ist erst mit der Verordnung 1060/2009/EG vom 16.9.2009 über Ratingagenturen⁵² eingeführt worden. Das mutet an wie ein Scherz, wenn man in Rechnung stellt, dass es beispielsweise seit 2000 eine Richtlinie über die Typengenehmigung und Lärmemissionsgrenzen von Rasenmähern gibt⁵³ – ist aber kein Scherz. Die Gründung und der Betrieb einer Ratingagentur oder die Abgabe von Bewertungen war bis 2009 europarechtlich nicht geregelt. Gleichsam zähneknirschend wird in den Erwägungsgründen der Rating Verordnung erklärt:

50 Stock World v. 9.9.2008.

51 ARD Börse vom 24.6.2011.

52 Geändert durch die VO 513/2011/EG vom 11.5.2011.

53 Genau: Richtlinie 2000/14/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Mai 2000 zur Angleichung der Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten über umweltbelastende Geräuschemissionen von zur Verwendung im Freien vorgesehenen Geräten und Maschinen vom 8. Mai 2000.

„Obwohl Ratingagenturen für die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte von großer Bedeutung sind,“ gebe es keine europarechtlichen und kaum mitgliedstaatliche Regulierungen der Agenturen. Dabei nehme das Europarecht an verschiedenen Stellen Bezug auf die Agenturen, wie z.B. in der „Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen. Darüber hinaus wird auch in der Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute und der Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten auf Ratingagenturen Bezug genommen.“⁵⁴

Die Verordnung verlangt von Ratingagenturen, dass sie sich in der EU registrieren lassen, wenn sie Ratings abgeben wollen, die der Öffentlichkeit bekannt gegeben oder an Abonnenten weitergegeben werden sollen (Art. 14 I und 2 I). Zuständig für die Registrierung und Beaufsichtigung ist die ESMA.⁵⁵ Die Rechtsfolge einer fehlenden Registrierung wird in Art. 4 bestimmt. Danach dürfen Kreditinstitute und andere Finanzdienstleister für aufsichtsrechtliche Zwecke nur Ratings von Ratingagenturen verwenden, die ihren Sitz in der Gemeinschaft haben und gemäß dieser Verordnung registriert sind. Rechtswidriges Handeln der Rating Agenturen kann gemäß Art. 24 auch Sanktionen der nationalen Aufsichtsbehörde nach sich ziehen. Solche „Sanktionen“ sind: neben dem Entzug der Registrierung der Erlass eines vorübergehenden Verbots für diese Ratingagentur zur Abgabe von Ratings, das gemeinschaftsweit wirksam ist oder die Aussetzung der Verwendung von Ratings dieser Ratingagentur für aufsichtsrechtliche Zwecke. Die aufsichtsrechtlichen Zwecke sind beispielsweise die Bewertung der Sicherheiten und Aktiva einer Bank, um ihre Eigenkapitaldecke zu messen. Es gibt keine Vorkehrungen für die durch die Runterstufung Portugals interessant gewordene Situation, dass nicht registrierte Agenturen andernorts (oder auch in der EU) die Kreditwürdigkeit eines Staates öffentlich bewertet und damit das Geschehen am Markt, z.B. die Zinsrate für Staatsanleihen oder für Kreditausfallversicherungen auf Staatsanleihen (CDS),

⁵⁴ Erwägungsgrund 2 der Verordnung 1060/2009 vom 16. September 2009 über Ratingagenturen.

⁵⁵ Weil die ESMA erst geschaffen wurde, nachdem die VO über Ratingagenturen schon in Kraft war, wurde die VO 513/2011/EG verabschiedet, mit der die Zuständigkeit der ESMA ausdrücklich geregelt wird.

entscheidend bestimmt. Wenn sich „der Markt“ an Ratings von nicht zugelassenen Agenturen orientiert, gibt es keine Interventionsmöglichkeit der Aufsicht. Offenbar sind nicht einmal die internen Kriterien der EZB der Verordnung angeglichen, da sie sich im Falle Portugal am Rating der nicht registrierten US Agenturen orientiert hat.

Die Registrierung einer Ratingagentur ist selbstverständlich an Voraussetzungen gebunden, die in den Art. 6 ff. beschrieben sind. Die wichtigste Voraussetzung ist in Art. 7 I geregelt. Danach muss die Agentur sicherstellen, dass ihre Mitarbeiter über „angemessene Kenntnisse und Erfahrungen für die ihnen zugewiesenen Aufgaben verfügen“. Das klingt wie die aus dem Gewerbe- und Gaststättenrecht bekannte Zuverlässigkeit und Sachkenntnis. Ansonsten wird verlangt, dass allgemeine Interessenkonflikte oder zu enge Verbundenheiten zwischen „Analyst“ und Rating-Objekt bestehen und konkret auch beim konkreten Rating. Außerdem soll die Agentur über ihre Methoden des Ratens Auskunft geben, also Transparenz herstellen. So soll eine Ratingagentur nach Art. 8 offen legen, welche Methoden, Modelle und grundlegenden Annahmen sie verwendet. Die Verordnung sieht eine besondere Regelung für die sog. Zertifikate, d.h. strukturierte Finanzinstrumente vor, die in der Finanzkrise zu besonderen Problemen geführt hatten, weil das sog. Verpacken von Krediten, das Zusammenstellen von Kreditbündeln, deren Weiterverkauf, das Entpacken und erneute Verpacken zu insgesamt undurchsichtigen Beständen geführt hatte, bei denen vermutlich niemand mehr genau sagen konnte, mit welchen Sicherheiten die Zertifikate hinterlegt worden waren und sich viele schließlich als Schrott-Papiere herausstellten. Diese Schrott-Papiere gefährdeten schließlich die Solvenz der Banken und wurden teilweise in die bad banks ausgelagert. Die Vorsichtsmaßnahme für die Ratingagenturen soll nun darin bestehen, dass sie strukturierte Papiere durch die Verwendung eines zusätzlichen Symbols klar von den Kategorien unterschieden werden, die für andere Unternehmen, Finanzinstrumente oder finanzielle Verbindlichkeiten verwendet werden (Art. 10 III). Die Vorsichtsmaßnahme signalisiert schon, dass die Existenzberechtigung solcher Papiere nicht grundsätzlich in Frage gestellt wird. Die Kennzeichnung führt nur zu einer sehr problematischen Erhöhung der Sicherheit, da die Papiere in der Regel unter Kenntnis des hohen Risikos und des Versprechens hoher Gewinne ver- und gekauft wurden.

Fasst man die Anforderungen an die Ratingagenturen zusammen, bleiben starke Zweifel, ob mit der Registrierungspflicht der Agenturen ihrer Bedeutung für die Finanzmärkte und ihrer gesellschaftlichen Verantwortung Rechnung getragen wird. Pointiert könnte man sagen, dass es in der EU einfacher ist, eine Ratingagentur zu

eröffnen als in der Bundesrepublik eine Gaststätte. Das ist insgesamt eine zureichende Regulierung der Ratingagenturen. Inzwischen mehren sich die Stimmen, die eine öffentlich betriebene europäische Agentur einfordern.

VI. Regulierung der Investment Fonds

Hedge- und Private Equity Fonds sind vor der Krise – zumindest in Deutschland – in Verruf geraten, als sie vom damaligen SPD Vorsitzenden Müntefering als Heuschrecken bezeichnet wurden. Diese Bezeichnung bezog sich auf eine der Geschäftspraktiken der Fonds, die z.B. darin besteht, andere Firmen mit wenig Eigenkapital aufzukaufen, einen Kern mit hoher Rendite zu trimmen und den Rest abzustoßen. Dabei arbeiten die Fonds mit einer geringen Eigenkapitalquote und hoher Kreditquote, um eine große Hebelwirkung (leverage) und damit eine hohe Profitrate des eingesetzten Kapitals zu erzielen.⁵⁶ Die im englischen zusammenfassend „Alternative Investment Fund“ genannten Fonds sind darüber hinaus auf eine Reihe weiterer Geschäftspraktiken wie Leerverkäufe⁵⁷ oder den Derivatehandel spezialisiert, bei denen gleichzeitig die Hebelwirkung eingesetzt wird.⁵⁸ Eine klare Abgrenzung zu sonstigen Investmentfonds ist allerdings schwierig. In der deutschen Diskussion wurde unterschieden zwischen Publikumsfonds, die aufgelegt wurden, um Geld des „breiten“ Publikums einzusammeln und zu bündeln, sowie Spezialfonds, die nur für wenige, oft institutionelle Anleger wie Pensionskassen, Versicherungen oder Kapitalanlagegesellschaften offen stehen. Für diese Spezialfonds wird seit den 1970er Jahren eine besondere Wachstumsdynamik konstatiert.⁵⁹ Das sagt aber nichts über die Geschäftspraktiken der Publikums- und der Spezialfonds aus, wobei letztere eher zu

⁵⁶ Ein schönes Beispiel für diesen Mechanismus stammt von Lucas Zeise, Geld – der vertrackte Kern des Kapitalismus, S. 73: Der Fonds A hat 10 Mio. Eigenkapital und kauft für 100 Mio. die Firma B. 90 Mio. hat sich der Fonds von der Bank zu einem Zinssatz von 5 % geliehen. Nach dem Trimmen wirft B einen Gewinn von 10 Mio. jährlich ab. 4,5 Mio. fließen davon als Zinszahlung an die Bank, auf die eingesetzten 10 Mio. bleibt für A ein Gewinn von 5,5 Mio., was einer Verzinsung von erstaunlichen 55 % entspricht. Das Beispiel ist natürlich rechnerisch einfach gestaltet und soll nur die Hebelwirkung erläutern, nicht die realen Geschäfte.

⁵⁷ Leerverkauf (auch: Blankoverkauf, Short Sale) bezeichnet den Verkauf von Waren oder Finanzinstrumenten (insbesondere Devisen, Wertpapiere), über die der Verkäufer zum Verkaufszeitpunkt nicht verfügt. Der Verkäufer wettet z.B. auf einen Preisverfall einer Aktie, für die Kaufoptionen für einen späteren Zeitpunkt erwirbt, die er aber schon heute zum aktuell höheren Preis verkauft, die Erfüllung aber auf den späteren Zeitpunkt verlegt (BMF: http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_1928/DE/BMF__Startseite/Service/Glossar/L/007__Leerverkaeufe.html).

⁵⁸ Zur genaueren Bestimmung des Begriffs vgl. Wilhelmi, R., Möglichkeiten und Grenzen der wirtschaftsrechtlichen Regulierung von Hedgefonds, in: WM 2008, S. 861.

⁵⁹ Hufschmid, J.: Politische Ökonomie der Finanzmärkte (Hamburg 1999), S. 84 ff.

den hochriskanten Praktiken neigen, also Hedge- und Private Equity Fonds besonders unter den Spezialfonds zu finden sind. Die Investmentfonds spielten in der Finanzkrise 2007 keine bedeutende Rolle, haben insbesondere nicht zu den Liquiditätsengpässen beigetragen und die Krise zum Teil mit Gewinnen überstanden. Dennoch gerieten sie wegen der risikoreichen Geschäftspraktiken in die Diskussion und die EU hat mit der AIFM Richtlinie einen ersten, wenn auch nicht besonders weit reichenden Regulierungsakt erlassen.

a) Die OGAW Richtlinie

Das Recht der Europäische Union unterscheidet nun zwischen Fonds, die der OGAW Richtlinie unterliegen und den dieser Richtlinie nicht unterfallenden „alternativen Investmentfonds“. Die OGAW-Richtlinie stammt aus dem Jahre 1985 und heißt vollständig „Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)“. Diese Richtlinie wurde mehrfach geändert und nach der Krise neu gefasst.⁶⁰ Die Definition des Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren blieb unverändert. Mit „OGAW“ werden Organismen bezeichnet, deren ausschließlicher Zweck es ist, beim Publikum beschaffte Gelder für gemeinsame Rechnung nach dem Grundsatz der Risikostreuung in Wertpapieren und/oder liquiden Finanzanlagen zu investieren und deren Anteile auf Verlangen der Anteilinhaber unmittelbar oder mittelbar zu Lasten des Vermögens dieser Organismen zurückgenommen oder ausgezahlt werden (Art. 1 II). OGAW verwalten heute ein Vermögen in Höhe von 6400 Mrd. EUR, was rund der Hälfte des BIP der EU entspricht.⁶¹

Auch die OGAW dürfen aber beispielsweise das Kapital unter bestimmten Bedingungen in OTC-Derivate anlegen. Die Anlagearten werden in der OGAW Richtlinie geregelt (Art. 50), erfassen jedoch ein sehr weites Spektrum und bestehen hauptsächlich aus Wertpapieren und Geldmarktinstrumenten, die an einem geregelten Markt notiert oder die an einem anderen Markt eines Mitgliedstaates gehandelt werden. Sie sollen aus Wertpapieren aus Neuemissionen, Anteilen von anderen

⁶⁰ Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW).

⁶¹ EU Pressemitteilung vom 16.7.2007, europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/...1...

zugelassenen OGAW sowie aus Einlagen bei Kreditinstituten bestehen. Zugelassen sind aber – unter bestimmten Bedingungen – auch abgeleitete Finanzinstrumente („Derivate“) sowie Geldmarktinstrumente, die nicht auf einem geregelten Markt gehandelt werden, sofern die Emission oder der Emittent dieser Instrumente bereits Vorschriften über den Einlagen- und den Anlegerschutz unterliegt. Der OGAW darf keine Edelmetalle erwerben und nicht mehr als 10 % seines Vermögens in oben nicht genannte Geldmarktinstrumente anlegen. Wichtig ist, dass die Hebelwirkung für einen zugelassenen OGAW beschränkt ist. Zunächst darf der OGAW Kredite grundsätzlich nicht aufnehmen. Davon können die Mitgliedstaaten Ausnahmen vorsehen, aber insgesamt dürfen auch diese Kredite zusammen 15 % seines Vermögens nicht übersteigen (Art.83 II).

Die Beschränkung der Geschäftspraktiken ist im Vergleich zu den alternativen Investmentfonds also nur eine relative. Allerdings ist dieser Unterschied nicht unbedeutend, da z.B. zumindest bei hochriskanten Geschäften mit Optionen, die den Leerverkäufen zugrunde liegen, eine Begrenzung des Risikos erfolgt und die Kreditaufnahme engen Restriktionen unterliegt. Von den alternativen Investmentfonds unterscheiden sie sich außerdem durch die Offenheit für das Publikum, weil sie keine Organismen des geschlossenen Typs sein dürfen und weil sie ihre Anteile beim Publikum der EU und nicht nur in Drittländern vertreiben müssen (Art. 3).⁶²

Die OGAW müssen zugelassen werden, was durch die Behörden der Mitgliedstaaten geschehen soll, dann aber für die Tätigkeit in der gesamten EU gilt. Die Mitgliedstaaten erteilen ihre Zulassung zur Einrichtung einer Investmentgesellschaft, wenn diese mit einem Anfangskapital von mindestens 300 000 EUR ausgestattet ist (Art. 29). Geringere Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung werden gestellt, wenn eine Verwaltungsgesellschaft eingerichtet wird. Die Verwaltungsgesellschaft unterliegt ihrerseits der Zulassungspflicht. Sie wird zugelassen wenn sie mit einem Anfangskapital von mindestens 125 000 EUR ausgestattet ist und wenn sie außerdem organisationell den Anforderungen der Richtlinie genügt.

Die nicht intendierten Effekte der Gesetzgebung produzieren manchmal seltsame Blüten. Weil den als OGAW zugelassenen Fonds bestimmte Geschäftspraktiken nur begrenzt gestattet sind, folgte die rot-grüne Bundesregierung nach der Änderung der

⁶²

Die Beziehungen mit Drittländern werden von der MiFID Richtlinie abgedeckt: Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente.

Richtlinie⁶³ im Jahre 2002, dass eine grundlegende Reform der zulässigen Geschäftspraktiken in Deutschland erforderlich sei, die mit der Umsetzung der Änderungsrichtlinie durch das Investmentmodernisierungsgesetz aus dem Jahre 2003 angegangen wurde. Nach diesem Gesetz wurden spezielle Regelungen für „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (Hedgefonds)“, die anders als andere Kapitalanlagegesellschaften Leerverkäufe und Kreditkäufe abschließen dürfen, eingeführt. Damit hatte die Regierung Schröder, kurz bevor Franz Müntefering vor den Heuschrecken warnte, diese geradezu angelockt. Die Gesetzesbegründung zum Investmentmodernisierungsgesetz entbehrt nicht der Ironie, dort heißt es: „Unter den Begriff Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken sollen Hedgefonds erfasst werden. Hauptmerkmal von Hedgefonds sind flexible Anlagestrategien bei größtmöglicher Freiheit der Manager bei der Vermögensanlage. Anbieter von Hedgefonds sollen nach dem Gesetzentwurf in Deutschland auf moderne und liberale rechtliche Rahmenbedingungen treffen. Der Finanzplatz Deutschland ist mittlerweile reif für die Zulassung von alternativen Investmentprodukten. Die Hedgefonds-Branche scheint sich zu einer Branche entwickelt zu haben, die sich der mit Hedgefonds verbundenen Risiken bewusst ist und mit ihnen verantwortungsvoll umgeht. Es darf daher erwartet werden, dass die vom Gesetzgeber vorgesehenen Freiräume nicht missbraucht werden.“⁶⁴

b) Die AIFM Richtlinie

Nach der Finanzkrise hat die Bundesrepublik Leerverkäufe wieder verboten. Zunächst gab es im September 2008 eine Verordnung der BaFin, die bestimmten Finanzinstituten Leerverkäufe verbot. Dieses Verbot wurde anschließend verlängert.⁶⁵ Am 21. Juli 2010 wurde durch das Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte⁶⁶ das WpHG geändert und u.a. durch den neu eingefügten § 30 h ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe für inländische Wertpapierdienstleistungsunternehmen normiert.⁶⁷ Das stieß in der Finanzindustrie auf

⁶³ Richtlinie 2001/107/EG vom vom 21. Januar 2002.

⁶⁴ BT-Drs. 15/1553, S. 67.

⁶⁵ Dazu: Tyrolt, J./ Bingel, A.: Short Selling – Neue Vorschriften zur Regulierung von Leerverkäufen, in: Betriebsberater 2010, S. 1419 ff.

⁶⁶ BGBl. I 2010, S. 945.

⁶⁷ Dazu: Mock, S.: Das Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, WM 2010, S. 2248.

wenig Gegenliebe und konnte bisher auf europäischer Ebene nicht verallgemeinert werden, obwohl der deutsche Finanzminister und die Kommission in diese Richtung agiert. In der Nacht zum 12. August 2011 haben Frankreich, Italien, Spanien und Belgien Leerverkäufe von Aktien verboten, um dem Kurssturz an den Börsen Einhalt zu gebieten. Das Verbot wurde jedoch nur auf 14 Tage befristet und gleichzeitig beteuert, dass ein europäisches Verbot nicht angestrebt werde.

Die EU Richtlinie verbietet weder bestimmte Typen von Fonds noch bestimmte für diese typische Geschäftspraktiken. Durchgerungen hat sich die EU nur zu der Richtlinie 2001/61 vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds, d.h. es geht nach dem Titel nicht um die Regulierung der Fonds, sondern um rechtliche Anforderungen an deren Manager. Das bedeutet aber umgekehrt, dass für die nationalen Gesetzgeber weiter Spielräume bestehen, Regulierung und Überwachung der AIF auf nationaler Ebene zu regeln.⁶⁸ Dennoch werden den Managern auch Verhaltensregeln vorgegeben, die Auswirkungen auf die Geschäftsmodelle der Fonds haben.

Der Geltungsbereich der Richtlinie ist nicht einfach zu bestimmen, zur Abgrenzung heißt es etwa: „Der Begriff des AIF ist weit formuliert und konzentriert sich nicht ausschließlich auf die ursprünglich in den Fokus geratenen Hedgefonds und Private Equity Fonds. Erfasst werden alle offenen und geschlossenen Fonds, die nicht bereits reguliert und unter die OGAW-Richtlinie fallen. ... Betroffen sind somit neben Hedgefonds und Private Equity Fonds auch Immobilienfonds, Rohstofffonds, Infrastrukturfonds und andere Arten institutioneller Fonds.“⁶⁹ Das trifft die politische Intention, die hinter der Richtlinie steht.

Das CEP versucht die Abgrenzung über die Gruppe der Anleger. Erfasst werden Fonds, die „hauptsächlich bei ‚professionellen‘ Anlegern Mittel akquirieren“⁷⁰ – aber eben nur hauptsächlich. Denn ein AIF ist nach der Legaldefinition jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren. Mit „Anzahl der Anleger“ ist kein zwingender Ausschluss von Publikumsfonds normiert.

68 Ausführlicher: Weitnauer, Die AIFM-Richtlinie und ihre Umsetzung, in: BRK 2011, S. 145 F.

69 <http://www.aifm.de/anwendung-detail.html>.

70 http://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/Kurzanalysen/Hedgefonds/KA_Hedgefonds.pdf.

Die weitere Abgrenzung erfolgt negativ: Der Fonds darf nicht nach der OGAW Richtlinie registriert sein. Das dürfte die entscheidende Abgrenzung sein. Erfasst werden also alle Fonds, die entweder ihr Kapital nicht beim europäischen Publikum sammeln oder die Anlagen tätigen, die nach der OGAW Richtlinie nicht oder nicht in dem Umfang zulässig wären. Die Richtlinie gilt weiter explizit nicht für (Art. 2 III) Holdinggesellschaften, unterschiedliche Formen der Rentenversicherungsträger oder Pensionsfonds, die europäischen Banken und die nationalen Zentralbanken sowie Verbriefungszweckgesellschaften. Insbesondere letztere Ausnahme ist nicht aus sich heraus verständlich. Erleichterungen gibt es für AIFM, deren verwalteter Vermögenswert einschließlich der Hebelfinanzierung insgesamt nicht über einen Schwellenwert von 100 Mio. EUR hinausgehen darf. Der Wert erhöht sich auf 500 Mio. Euro, wenn die Portfolios dieser AIF aus nicht hebelfinanzierten AIF bestehen und diese fünf Jahre kein Rücknahmerecht ausüben dürfen (Art. 3 II b).

In der Begründung zum Richtlinienvorschlag wird deutlich, wer von der Regulierung betroffen sein soll und gleichzeitig, was die Richtlinie nicht regeln will: "Der systematische Rückgriff auf einen hohen Fremdkapitalanteil ermöglicht es den AIFM, ihre Anlagemärkte in einem Maße zu beeinflussen, das ein Vielfaches über die Eigenmittel des Fonds hinausgehen kann. Dem Vorschlag zufolge soll die Kommission befugt sein, im Komitologieverfahren Begrenzungen der zulässigen Hebelfinanzierung festzulegen, wenn dies notwendig ist, um die Stabilität und Integrität des Finanzsystems zu gewährleisten. Darüber hinaus sollen die nationalen Behörden im Notfall befugt sein, die Hebelfinanzierung bei einzelnen Verwaltern oder Fonds zusätzlich einzuschränken. ..." ⁷¹ Die Richtlinie selbst sieht keine Begrenzung der Hebelfinanzierung vor, ermächtigt aber die Aufsichtsbehörden, entsprechende Durchführungsrechtsakte zu erlassen.

Die Richtlinie verlangt die Zulassung der AIF-Manager in ihrem Herkunftsstaat. Wird diese erteilt, erhält der Manager den EU-Pass, d.h. die Zulassung gilt in allen Mitgliedstaaten (Art. 8 I). Voraussetzung für die Zulassung ist, dass der AIFM über ein ausreichendes Anfangskapital verfügt und zuverlässig ist. Ausreichend ist ein Anfangskapital für einen AIFM, der für einen intern verwalteten AIF bestellt wird, von mindestens 300 000 EUR, bei einem AIFM, der zum externen Verwalter von AIF bestellt wird, ein Anfangskapital von mindestens 125 000 EUR. Übersteigt der Wert

⁷¹

Vorschlag für die AIFM Richtlinie vom 30.4.2009, KOM(2009) 207/ 2009/0064 (COD), S. 10; <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0207:FIN:DE:PDF>.

des Portfolios des AIF 250 Mio Euro, muss der AIFM zusätzliche Eigenmittel von 0,02 % des Betrags einbringen, um den der Wert der Portfolios des AIFM 250 Mio. EUR übersteigt, wobei die erforderliche Gesamtsumme aus Anfangskapital und zusätzlichem Betrag 10 Mio. EUR nicht übersteigen muss (Art. 9). Vergleicht man dies mit den Eigenkapitalvorschriften von Basel III, bleibt ein deutlich höheres Risiko für die Kapitalanleger des AIF.

Die Richtlinie schreibt neben den Zulassungsvoraussetzungen Verhaltenspflichten für die AIFM vor. Die allgemeinen Pflichten verlangen, dass sie ihre Tätigkeit ehrlich, mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit und redlich nachgehen⁷² und im besten Interesse der von ihnen verwalteten AIF oder der Anleger dieser AIF und der Integrität des Marktes handeln (Art. 12). Interessenskonflikte müssen ermittelt und vermieden werden. Der AIFM soll verpflichtet werden, ein Risikomanagement (Art. 15) und ein Liquiditätsmanagement (Art. 16) zu organisieren. Weiter gibt es Transparenzvorschriften. So wird u.a. verlangt, dass der AIFM einen Jahresbericht verfasst (Art. 22).

Interessanter sind speziellere Beschränkungen. So bestimmt Art. 13, dass die Mitgliedstaaten eine Vergütungspolitik und -praxis festzulegen haben, die mit einem soliden und wirksamen Risikomanagement vereinbar und diesem förderlich sind und nicht zur Übernahme von Risiken ermutigen, die nicht mit dem Risikoprofil, den Vertragsbedingungen oder der Satzung der von ihnen verwalteten AIF vereinbar sind. Das heißt, die Mitgliedstaaten sind gefordert – jedenfalls für den Bereich der AIFM –, die Gehaltsstruktur der Manager zu regeln und das finanzielle Anreizsystem, inklusive Boni, in ein nachhaltiges, an langfristigen Zielen orientiertes Management zu integrieren.

Ein Ansatz zur Begrenzung der Kreditverbriefungen (sog. CDO) findet sich – wenn auch schwach ausgeprägt – in Art. 17. Danach soll die Kommission delegierte Rechtsakte erlassen, um Anforderungen festzulegen, die ein Finanzdienstleister, der Kredite verbrieft, erfüllen muss. Die Richtlinie schreibt eine Anforderung schon vor: Der ursprüngliche Kreditgeber muss einen materiellen Nettoanteil von mindestens 5 % der emittierten Wertpapiere behalten. Die Regulierung der Verbriefung betrifft einen zentralen Schwachpunkt der deregulierten Finanzmärkte, der für die weltweite

⁷²

Zum Problem der Umsetzung dieser unbestimmten Rechtsbegriffe, Weise, B./ Jang J-H.: Die nationale Umsetzung der AIFM Richtlinie und ihre Auswirkungen auf die Fondsbranche in Deutschland, in: BB 2011, S. 1222.

Expansion der Suprime Kredit Krise mitverantwortlich war. Die Verbriefung wird hier aber nur indirekt geregelt und von den Emittenten der CDO mit 5 % Eigenbehalt kein hoher Einsatz verlangt. In der Praxis behielten die Emittenten auch vor der Krise Anteile der ursprünglichen Kredite, nämlich diejenigen Anteile, die hoch riskant, aber auch hoch profitabel waren.

Zur Hebelfinanzierung normiert die Richtlinie in Art. 25 zunächst, dass die Aufsichtsbehörden die Hebelfinanzierung im Blick haben sollen, um abzuschätzen, inwieweit sie zur Entstehung von Systemrisiken im Finanzsystem, des Risikos von Marktstörungen oder zu Risiken für das langfristige Wirtschaftswachstum beiträgt. Wenn Systemrisiken zu befürchten sind, werden die nationalen Behörden des Herkunftsstaates ermächtigt, den Umfang der Hebelfinanzierung, die ein AIFM einsetzen darf, zu beschränken oder sonstige Beschränkungen der AIF-Verwaltung bezüglich der von ihm verwalteten AIF zu verhängen, so dass das Ausmaß begrenzt wird, in dem die Nutzung von Hebelfinanzierungen zur Entstehung von Systemrisiken im Finanzsystem oder des Risikos von Marktstörungen beiträgt (ART. 25 III). Das schließt eine generelle nationalstaatliche Begrenzung der Hebelfinanzierung für AIF aus. Es wird dann allenfalls spannend, ab welcher Schwelle die Aufsichtsbehörden Systemrisiken annehmen und ob und in welchem Umfang sie dann die Hebelfinanzierung begrenzen.

Eine der Geschäftspraktiken der AIF war es, nicht börsennotierte Unternehmen aufzukaufen und zu zerlegen. Das wird durch die Richtlinie zumindest aufgeschoben. Zunächst sind die AIFM verpflichtet, den nationalen Aufsichtsbehörden zu melden, wenn ihr Anteil an nicht börsennotierten Unternehmen die Schwellenwerte von 10 %, 20 %, 30 %, 50 % und 75 % erreicht, überschreitet oder unterschreitet (Art. 27 I) oder wenn AIFs die Kontrolle über ein Unternehmen erlangen (Art. 28). Ist letzteres der Fall, muss dem AIF durch nationalstaatliche Regelungen für 24 Monate der Vertrieb, die Kapitalherabsetzungen, die Rücknahme von Anteilen und/oder der Ankauf eigener Anteile durch das Unternehmen untersagt werden (Art. 30). Damit wird das sog. „asset stripping“ zumindest für 2 Jahre herausgeschoben, indem den AIF die Kapitalerhaltung des nicht börsennotierten Unternehmens abverlangt wird.⁷³ Der Heuschreckenfraß wird nicht verboten, sondern nur verlangsamt, was das Ausschlachten nicht börsennotierter Unternehmen allerdings unattraktiver machen könnte.

⁷³

Weitnauer, Die AIFM-Richtlinie und ihre Umsetzung, in: BRK 2011, S. 147.

VII. Vorschläge für Verordnungen über Leerverkäufe und OTC Derivate

Am 15. September 2010 hat die Kommission zwei Verordnungsvorschläge vorgelegt, die sich noch im Gesetzgebungsprozess befinden. Der eine Vorschlag betrifft die Regulierung der „short sales“ oder Leerverkäufe⁷⁴, der zweite eine Verordnung über Over the Counter Derivate⁷⁵. Damit sind Herzstücke des Finanzmarktkasinos ins Visier der Kommission geraten.

1. Leerverkäufe und Credit Default Swaps

Über den deutschen Sonderweg mit Blick auf die Leerverkäufe wurde oben schon berichtet und ihre Funktionsweise und das spezifische Risiko erläutert. Credit Default Swaps (CDS) kamen im Zuge der Griechenland-Krise ins Gespräch. CDS wird im Verordnungsvorschlag definiert als Derivatekontrakt, bei dem eine Partei einer anderen Partei eine Prämie für eine Ausgleichszahlung oder eine Zahlung im Falle eines Ausfalls des Referenzschuldners oder eines Kreditereignisses mit Bezug auf den Referenzschuldner zahlt (Art. 21 c). Kürzer gesagt, es geht um Kreditausfallversicherungen, die beispielsweise im Falle der griechischen Staatsanleihen vom eigentlichen Kreditgeschäft gelöst werden und ein Eigenleben als Wertpapier führen können.⁷⁶ Für den Leerverkauf statuiert die schon bekannte Definition, wonach der Begriff im Zusammenhang mit Aktien oder Schuldtiteln einen Verkauf von Aktien oder Schuldtiteln meint, die sich zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung nicht im Eigentum des Verkäufers befinden (Art. 2 I p).

Der Verordnungsvorschlag sieht für die Leerverkäufe Transparenzregeln und als zentralen Sicherungsmechanismus die Pflichten des Handelsplatzes oder der zentralen Gegenpartei vor. Transparenz in den Handel mit ungedeckten Leerverkäufen soll durch die Meldung von Netto-Short-Positionen an einem Aktienkapital an die zuständige Aufsichtsbehörde geschaffen werden, wenn bestimmte Meldeschwellen erreicht sind. So sollen bei einem Prozentsatz von 0,2 % und danach jeweils in Intervallen von 0,1 % des Werts des aufgelegten Aktienkapitals des betreffenden

⁷⁴ Vorschlag für eine Verordnung über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps KOM(2010) 482; 2010/0251 (COD); C7-0264/10.

⁷⁵ Vorschlag für eine Verordnung über über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, KOM(2010) 484; 2010/0250 (COD).

⁷⁶ Dieses Eigenleben ist nicht völlig unproblematisch, weil Wetten auf den Wert der CDS Rückwirkungen auf den Wert und vor allem die Verzinsung des abgesicherten Papiers haben können, wie man im Fall der griechischen Staatsanleihen instruktiv beobachten konnte.

Unternehmens Meldung an die Aufsichtsbehörden gemacht werden (Art. 5). Die Handelsplätze sollen die Leerverkäufe kennzeichnen und täglich deren Volumen erfassen und veröffentlichen.

Die Verordnung erlaubt Leerverkäufe darüber hinaus nur unter bestimmten Bedingungen, nämlich dann, wenn der Verkäufer sich das Wertpapier geliehen oder die Leihe zumindest vereinbart hat oder wenn er die Zusage erhalten hat, dass die Aktie für die Leihe reserviert worden ist (Art. 12). Der Handel soll über Handelsplätze erfolgen, an denen der Handel zugelassen ist, also Börsen oder über eine zentrale Gegenpartei. Letzteres ist nach der Legaldefinition eine Stelle, die rechtlich zwischen die Vertragsparteien innerhalb eines Finanzmarkts oder zwischen die Vertragsparteien verschiedener Finanzmärkte tritt und dann als Käufer für jeden Verkäufer und als Verkäufer für jeden Käufer agiert und für den Betrieb eines Clearingsystems verantwortlich ist. Das heißt, dass die Verträge nicht direkt zwischen zwei Vertragsparteien abgewickelt werden, sondern immer über den Zwischenschritt Gegenpartei. Das sind i.d.R. die Börsen. Die Aufspaltung dient sowohl der Anonymisierung des Handels als auch der Effizienz der Aufrechnungsmöglichkeiten, die dadurch gesteigert werden, dass jeder Handelsteilnehmer nur noch mit der Gegenpartei (Central Counterparty, CCP) in Vertragsbeziehungen steht und daher nur noch einen Vertragspartner hat.

Aus der Perspektive des Verordnungsentwurfes kommt es auf die Risikovorsorge an, die über die CCP erreicht werden soll. Wenn der Verkäufer das Wertpapier nicht innerhalb von vier Tagen liefern kann, soll nämlich die CCP einspringen, d.h. sich mit den Aktien eindecken, um sicher zu stellen, dass diese geliefert werden können. Andernfalls muss die Gegenpartei in der Lage sein, eine Barentschädigung an den Käufer zu leisten, wobei der Verkäufer zur Entschädigung verpflichtet ist (Art. 13). Abweichendes gilt – natürlich – für Handelsplätze außerhalb der EU oder für Primärmarktaktivitäten.

Damit werden Leerverkäufe nicht verboten, sondern unter wenig restriktiven Bedingungen zugelassen. Der Verordnungsvorschlag folgt nicht der Idee, nach dem Nutzen und dem Sinn von Leerverkäufen zu fragen, was fraglos zu einer restriktiveren Regelung führen würde. Allerdings werden die nationalen Aufsichtsbehörden und die ESMA (Art. 24) im Falle einer „ernstzunehmenden Bedrohung für die Finanzstabilität oder das Marktvertrauen“ ermächtigt, ein Verbot der oder Bedingungen für Leerverkäufe zu verhängen (Art. 17). Schließlich können die genannten Behörden

Leerverkäufe auch verbieten oder beschränken, wenn der Kurs einer Aktie innerhalb eines Handelstages um 10 % gefallen ist. Die Voraussetzungen für ein Verbot der Leerverkäufe machen klar, dass Leerverkäufe, der typische Ausdruck für das Wetten an den Börsen, das nur den Spielern nutzen kann, nicht aber der sog. Realwirtschaft, grundsätzlich zulässig sind. Ob eine Intervention der Aufsichtsbehörden im Krisenfall rechtzeitig kommen kann, erscheint angesichts der Geschwindigkeit, mit der die Finanzmärkte agieren, höchst fraglich.

Unter der gleichen, engen Voraussetzung kann die Aufsichtsbehörde auch Transaktionen mit Credit Default Swaps für eine Obligation eines Mitgliedstaats oder der Union Beschränkungen unterwerfen oder den Wert ungedeckter Positionen in Credit Default Swaps beschränken (Art. 18). Die Bundesrepublik hat im WpHG nicht nur die Leerverkäufe untersagt, sondern nach § 30 j WpHG auch, Kreditderivate in Form von CDS zu begründen oder rechtsgeschäftlich in solche einzutreten.⁷⁷ Der Harmonisierungsvorschlag der EU bleibt also hinter dem geltenden Recht der Bundesrepublik zurück.

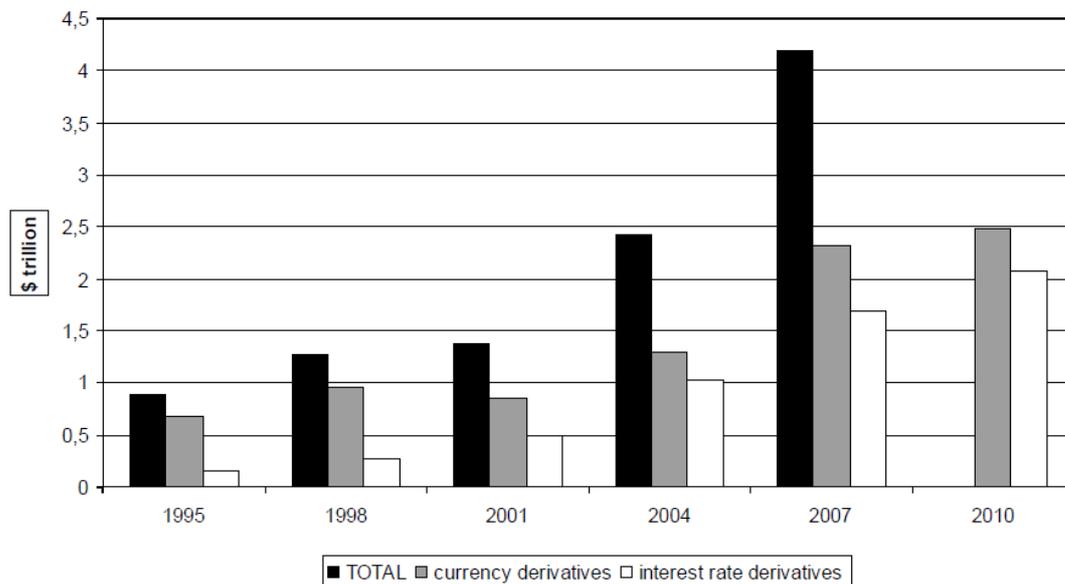
2. Verordnungsentwurf OTC Derivate

Der Regulierungsansatz des Verordnungsentwurfs über „OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister“ reagiert auf ein Problem, das mit der Bezeichnung OTC charakterisiert ist. OTC ist die Abkürzung für Over the Counter und bezeichnet den außerbörslichen Handel mit Wertpapieren. Diese Form des Handels impliziert schon begrifflich, dass keine oder nur eine geringe Kontrolle und Aufsicht bestehen kann. Anders gesagt: „Die Transparenz außerbörslich („over the counter“) gehandelter Derivate (OTC-Derivate) ist unzureichend, da sie privat ausgehandelte Verträge sind und jegliche Information dazu in der Regel nur den Vertragsparteien vorliegen. Sie bilden ein komplexes Netz gegenseitiger Abhängigkeit, das es schwierig machen kann, die Art und die Höhe der damit einhergehenden Risiken zu ermitteln. In der Finanzkrise wurde deutlich, dass diese Eigenschaften die Unsicherheit in Zeiten notleidender Märkte noch erhöhen und folglich die Finanzstabilität gefährden.“⁷⁸ Dabei hat der Umsatz der OTC Derivate sich in den letzten 15 Jahren mehr als vervierfacht, wie man der nachfolgenden Tabelle entnehmen kann.

⁷⁷ Tyrolt, J./ Bingel, A.: Short Selling – Neue Vorschriften zur Regulierung von Leerverkäufen, in: Betriebsberater 2010, S. 1425.

⁷⁸ Erwägungsgrund 4.

Figure 5: OTC derivatives trade, global daily turnover



Source: Bank for International Settlements

Wegen der Risiken und Intransparenz der OTC Derivate verabredeten die Regierungschefs der G 20 in Pittsburgh, dass alle standardisierten OTC-Derivatekontrakte über zentrale Gegenparteien gecleart und OTC-Derivatekontrakte an Transaktionsregister gemeldet werden sollten. Diesem Ansatz folgt der Verordnungsentwurf. Deshalb soll die Verordnung Kriterien für die Ermittlung der Qualifizierung für die Clearingpflicht aufstellen und eine entsprechende Pflicht normieren. Für OTC Derivate, die für ein Clearing ungeeignet sind, sollten daher ergänzende Regelungen zur Abfederung ihrer speziellen Risiken normiert werden. Der EP Parlamentarier Jürgen Klute fasste die Anliegen des Verordnungsentwurfes folgendermaßen zusammen: „Die jetzt vorliegende Verordnung hat im Wesentlichen drei Bestandteile: Clearingverpflichtung für bestimmte OTC-Derivate, Zulassung und Aufsicht der Zentralen Gegenparteien, die dieses Clearing vornehmen und Berichtspflicht für Derivatehändler über ihre Geschäfte.“⁷⁹

Dabei wird Clearing legal definiert als ein Prozess der Erstellung von Abrechnungspositionen, darunter die Berechnung von Nettopositionen, und den Prozess der Prüfung, ob zur Absicherung des aus einer Transaktion erwachsenden Risikos Finanzinstrumente, Bargeld oder beides zur Verfügung stehen (Art. 2 III). Das

⁷⁹

<http://www.juergen-klute.eu/de/article/363.mehr-licht.html>.

Clearing erfolgt über die zentrale Gegenpartei, die, wie gesehen, als Vermittler, über den der Vertrag abgewickelt wird, zwischen Käufer und Verkäufer tritt. So normiert Art. 3 I eine grundsätzliche Pflicht zum Clearing des OTC Handels: Eine finanzielle Gegenpartei ist danach zum Clearing aller OTC-Derivatekontrakte verpflichtet, die als für ein Clearing qualifiziert gelten. Die ESMA muss deshalb anhand der in der Verordnung normierten Kriterien entscheiden, ob eine Derivatekategorie sich für die Clearingpflicht gemäß Art. 3 qualifiziert.

Die CCP muss – selbstverständlich – zugelassen werden. Voraussetzung ist, dass sie über eine ausreichende Liquidität verfügt, um ihre Aufgaben wahrzunehmen, das sind mindestens 5 Mio. Euro Anfangskapital (Art. 12). Die CCP prüft also im Prozess des Clearings die finanzielle Absicherung der Transaktion; und dann? Dann meldet sie den Kontrakt dem Transaktionsregister. Verbote von Verträgen über OTC-Derivate oder Beschränkungen sind in der Verordnung nicht vorgesehen.

Ebenso merkwürdig sind die Pflichten bei OTC Verträgen ohne Clearing durch eine CCP. In diesem Fall haben die Parteien gemäß Art. 8 die Pflicht zu gewährleisten, dass angemessene Verfahren und Vorkehrungen bestehen, um das operationelle Risiko und das Kreditrisiko zu erfassen, zu beobachten und zu mindern. Das soll nach Möglichkeit durch elektronische Mittel, die die rechtzeitige Bestätigung der Bedingungen des OTC-Derivatekontrakts gewährleisten, oder solide, resistente und überprüfbare Verfahren zur Abstimmung von Portfolios geschehen. Das Problem ist offensichtlich. OTC Verträge werden geschlossen, um sich der Regulierung zu entziehen. Entscheidend ist deshalb die Frage der Sanktionen, die von den Mitgliedstaaten bei Verstößen gegen die Pflichten angeordnet werden dürfen. Solche soll es geben, aber nur in Form von Geldbußen. Das Geschäft ist selbst nicht betroffen. Es geht zunächst nur um die Herstellung von Transparenz in einem bisher undurchsichtigen Markt – entsprechend vorsichtig und damit unbestimmt fallen die Regeln aus. Das Ziel, den OTC Handel zu erfassen und seine Risiken zu minimieren, ist sicher begrüßenswert – schon mit Blick auf die mögliche Einführung einer Transaktionssteuer. Es ist aber zweifelhaft, ob dies der Verordnung gelingt. Voraussetzung wären drakonische Sanktionen für Handelspartner, die sich dem Clearing entziehen, und entsprechend effektive Kontrollen; beides bleibt in der Verordnung aber offen.

VIII. Fazit

Der Blick auf die Recht setzenden Aktivitäten auf internationaler Ebene wie in der EU hat gezeigt, dass sich nach der Finanzkrise etwas bewegt hat, aber wahrscheinlich nicht genug, um eine Fortsetzung oder Wiederholung zu verhindern. Die Regulierungsbemühungen folgten allesamt dem Ansatz, die bestehenden Geschäftsmodelle und –praktiken zu akzeptieren und nicht grundsätzlich in Frage zu stellen, indem nach ihrem Sinn und gesellschaftlichem Nutzen gefragt wird. Das gilt etwa für die Beschränkung der Regulierung auf die Eigenkapitalquoten der Banken. Ein weiter gehender Ansatz hätte zunächst nach der funktionalen Bedeutung der Banken für die Ökonomie und Gesellschaft gefragt. Die Regulierung müsste dann als Richtung einschlagen, die Banken auf ihr „Kerngeschäft“ zurückzuführen, Kapital einzusammeln und als Kredit zur Verfügung zu stellen. Die 1933 im Glass-Steagall Act der USA⁸⁰ vorgesehenen Trennung des Bankgeschäftes und des sog. Investmentbanking beruhte auf ähnlichen Überlegungen. Ähnlich kann man nach dem Sinn und Unsinn bestimmter Geschäftspraktiken wie Leerverkäufen, Verbriefungen und CDS fragen. Alle diese Modelle werden von der europäischen Regulierung nicht in Frage gestellt, sondern akzeptiert, und auf dieser Grundlage wird der Versuch gestartet, den Markt sicherer zu machen.

Weitere Formen der Regulierung wie die Schließung der Steuerparadiese blieben im Ansatz stecken oder wurden durch einen Formelkompromiss von der Tagesordnung genommen, ohne dass das Problem gelöst ist. In der Diskussion um die griechischen Schulden wird bemerkt, dass ein Teil der Schuldenlast getilgt werden könnte, wenn die Bürger ihre Steuerschulden zahlten, bzw. der Staat sie eintrieb könnte und die Steuerflucht gestoppt werden könnte. So scheinen die Folgeakte der Finanzkrise weitere Notwendigkeiten der Regulierung zu erzeugen, die in Europa aber gegen harte Widerstände sowohl Großbritanniens, das sich vollständig vom Finanzmarkt London City abhängig gemacht hat und dessen Diktat folgt, als auch gegen die ideologisch verbohrteten Staats skeptiker der osteuropäischen Staaten durchgesetzt werden müssen. Resümiert man die vorgestellten Rechtsakte, scheint die Devise zu lauten: Das Kasino⁸¹ muss sicherer, aber doch nicht geschlossen werden.

⁸⁰ The Banking Act of 1933, Pub.L. 73-66, 48 Stat. 162, enacted June 16, 1933.

⁸¹ So auch die Diktion des Chefs des Ifo-Instituts, Hans-Werner Sinn, Kasino Kapitalismus – Wie es zur Finanzkrise kam und was jetzt zu tun ist, Berlin 2009.

Dahinter stehen nicht nur die Interessen der Spieler, vielmehr hat sich die Spekulation, der Vermögenseffekt der Spekulation zum Akkumulationsmodell entwickelt, das durchaus auch realwirtschaftliche Effekte zeigt. Denn der gewonnene Spekulationsgewinn kann, solange das Roulette sich dreht, real ausgegeben werden und wirkt damit auf die reale Konjunktur. „Die Gesellschaft wird durch fiktiven Reichtum real reicher. Leider gilt auch das Umgekehrte. Brechen Spekulation und Vermögenspreise zusammen, sackt auch die Nachfrage ... wieder in sich zusammen. Der verschwindende fiktive Reichtum löst eine Rezession aus.“⁸² Das drängt wiederum die Volkswirtschaften, deren Standbein die Produktion realer Güter ist wie die Bundesrepublik, mindestens zu Begrenzungen des Risikos, letztlich zu einem anderen Akkumulationsmodell. Deshalb ist hierzulande die Gesetzgebung z.B. beim Verbot von Leerverkäufen und CDS weiter und Maßnahmen wie die Transaktionssteuer, vor vier Jahren noch ein no-go in der Diskussion des Berliner Raumschiffes, werden politisch mehrheitsfähig. Aber die Krise ist keineswegs überwunden und die weitere Entwicklung offen.

82

Zeise. L.: Geld – der vertrackte Kern des Kapitalismus, S. 160 f.