
Finanzmarktregulierung in der Europäischen Union – Fünf Jahre nach Lehman

Helene Schubert

1. Einleitung

Seit Beginn der Finanzkrise wurden in der Europäischen Union (EU) Tausende von Seiten von Gesetzestexten verabschiedet, die das Finanzsystem krisenfest machen sollen. Wie lässt sich dies mit dem Umstand vereinbaren, dass mehr als fünf Jahre nach der Lehman-Pleite bei vielen der Eindruck besteht, dass sich an den Funktionsmechanismen des Finanzsystems wenig geändert hat, dass der Status quo ante wieder hergestellt wurde?

Dies mag zunächst damit zusammenhängen, dass zahlreiche Reformvorhaben noch nicht umgesetzt wurden und einige wichtige Reforminitiativen, wie das Basel-III-Regelwerk, welches das Herzstück der Regulierungsreform darstellt, zwar vor Kurzem beschlossen, aber noch nicht implementiert wurden. Eine weniger optimistische Sichtweise konstatiert, dass, selbst wenn man die noch nicht umgesetzten Legislativvorhaben berücksichtigt, diese die Instabilitäten des Finanzsystems nicht zur Gänze beseitigen können, weil sie auf einer Fehldiagnose der Krisenursachen basierten.¹ Sie zielten primär darauf ab, so die Argumentation, Schlupflöcher in der Regulierungsarchitektur zu schließen, statt die Krise systemisch zu begreifen. Man konzentrierte sich selektiv auf die Regulierung von Bereichen, die bei der jüngsten Finanzkrise eine Rolle gespielt haben. Dabei bestünde die Gefahr, dass Einflussfaktoren möglicher zukünftiger Krisen übersehen werden. Die regulatorischen Ansätze seien moderat, partiell auf bestimmte Marktsegmente beschränkt sowie auf einige ausgewählte Formen negativer externer Effekte, die vom Finanzsystem ausgehen. Als Nebeneffekt würden die Komplexität und damit die Arbitragemöglichkeiten der Finanzmarktakteure weiter erhöht, indem die Risiken jetzt zum Beispiel als Reaktion auf Basel III in das Schattenbankensystem verlagert werden.

Zudem geht Finanzmarktregulierung weit über Fragen der systemischen Stabilität hinaus. Die Finanzmärkte haben aufgrund ihres zentralen Stel-

lenwertes in Wirtschaft und Gesellschaft Wirkungen, die auch Fragen der Risikoabsicherung, des Sozialsystems und der demokratischen Grundordnung unserer Gesellschaft betreffen. Daher wird moniert, dass jede Regulierungsreform auf einer normativen Sicht beruhen müsse, nämlich welches Finanzsystem am besten geeignet sei, Wachstum, Effizienz und Verteilungsgerechtigkeit herzustellen.²

Eine umfassende Bewertung der Regulierungsinitiativen bedeutet letztlich, die Frage zu beantworten, ob sie in der Lage sind, die systemischen Krisenursachen zu beseitigen. Kapitel 2 gibt einen Überblick über die systemischen Krisenursachen und die negativen externen Effekte, die vom Finanzsystem ausgehen. Im Anschluss werden die wichtigsten Reformvorhaben auf europäischer Ebene vorgestellt (Kapitel 3) und im zeitlichen Ablauf dargestellt (Kapitel 4). Abschließend werden die Reformen einer zusammenfassenden Bewertung unterzogen (Kapitel 5).

2. Systemische Krisenanalyse

Mit der Dauer der Finanzkrise wurde deren systemischer Charakter immer offensichtlicher. Es handelt sich dabei um das Ineinanderwirken von drei Einflussfaktoren, die eng miteinander verzahnt sind: Defizite der Regulierungsarchitektur, weitere ökonomische Einflussfaktoren (makroökonomische Ungleichgewichte, aber auch Inkohärenzen des Steuersystems³ und die Ungleichheit in der Einkommens- und Vermögensverteilung⁴) sowie politökonomische Aspekte⁵ (siehe Tabelle 1). Letztere beschreiben den Umstand, dass die Funktion der Regulierung zunehmend an unabhängige Institutionen delegiert wurde – auch an die Finanzbranche selbst, der sowohl bei den Prinzipien der Regulierung als auch bei deren Umsetzung immer mehr Einfluss eingeräumt wurde. Es entstand eine *Governance*-Struktur, in der sich nationalstaatliche und internationale, halbstaatliche und private Netzwerke überlagern. Infolge dieser Entdemokratisierung der Finanzmarktregulierung setzte sich das angelsächsische Selbstregulierungsmodell durch; die Aufsichtsinstitutionen und Regierungen haben oft im Interesse der Wettbewerbsfähigkeit des eigenen Finanzplatzes laxer Regulierung nicht verhindert, sondern toleriert oder gar vorangetrieben („*regulatory capture*“). Die nationale und mikroprudenzielle Orientierung der Regulierung eines global agierenden Marktes, die regulatorische Arbitrage ermöglichte, hat den Deregulierungswettbewerb begünstigt.

Die „intellektuelle Kaperung“, der Umstand, dass sich Politik und Regulatoren auf das Expertenwissen von Vertretern der Finanzmarkteffizienzhypothese verlassen haben, ist vermutlich wirkungsmächtiger als das viel beklagte Lobbying durch die Finanzbranche. Sind Märkte effizient, so das

Credo von *Mainstream*-Finanzmarktökonomern, dann entfalten regulatorische Eingriffe Ineffizienzen.⁶

Wichtig für eine systemische Betrachtung ist, sämtliche Einflussfaktoren als interdependent zu analysieren. Die in den Jahrzehnten vor der Krise erfolgten Deregulierungen des Finanzsystems sind ohne den in den 1980er-Jahren einsetzenden fundamentalen politökonomischen Systemwechsel nicht erklärbar, der mit dem Rückzug des Staates und der Teilprivatisierung des Rechtssystems im Bereich der Finanzmarktregulierung verbunden war. Auch steuerliche Maßnahmen, wie die steuerliche Abzugsfähigkeit von Immobilienkrediten, die steuerliche Begünstigung von Fremd- gegenüber Eigenkapital, die steuerlich bevorzugte Behandlung von Kapitalzuwächsen (*capital gains*) gegenüber anderen Einkommensarten sowie internationale Steuerarbitrage und Steuer- und Regulierungsoasen, haben, in Kombination mit Deregulierungen des Finanzsystems, zur Verschärfung von Instabilitäten im Finanzsystem beigetragen. So spielten Regulierungsoasen bei der globalen Diffusion von Schockwellen in den Jahren ab 2007 eine bedeutende Rolle, da Zweckgesellschaften, in welche die riskanten Finanzprodukte ausgelagert wurden, zumeist in Steueroasen beheimatet sind. Dies nicht nur, um Steuern zu sparen, sondern auch, um Regulierung zu umgehen.⁷

Dieser Beitrag behandelt ausschließlich regulatorische Antworten auf die Defizite der Finanzmarktregulierung. Will man Finanzkrisen in Hinkunft vermeiden, sind aber Reformen in allen drei oben genannten Einflussbereichen notwendig, insbesondere eine gleichere Verteilung, Änderungen im Steuerbereich sowie eine Demokratisierung der Finanzmarktregulierung.

Tabelle 1: Systemische Krisenanalyse

Regulierungsarchitektur	Makroökonomische Faktoren	Politökonomische Faktoren
Prozyklizität der Finanzmarktregulierung, u. a. durch Risikogewichtung der Eigenkapitalregulierung (Basel II) Verbriefung von Bankkrediten Transfer von Kreditrisiken aus der Bankbilanz Fehlbewertung durch Ratingagenturen Internationale Bilanzierungsregeln (Zeitwertbilanzierung „ <i>fair value accounting</i> “) Unregulierte Schattenbanken Managergehälter Komplexe Finanzprodukte Fragmentierte Aufsichtsstruktur, mikro-prudentiell orientiert	Makroökonomische Ungleichgewichte Ungleichheit der Einkommens- und Vermögensverteilung Inkohärenzen im Steuersystem – Immobilien-Besteuerung – Schuldenfinanzierung versus Eigenkapitalfinanzierung – Hybride Finanzinstrumente – <i>Capital Gains</i> – Derivate – Internationale Steuer-Arbitrage und Steueroasen	Fehlen einer effektiven internationalen Finanzmarktarchitektur Entdemokratisierung der Finanzmarktregulierung Angelsächsisches Selbstregulierungssystem „ <i>Regulatory Capture</i> “ – Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes – „ <i>Control Fraud</i> “ (William Black) – „ <i>Regulatory capture by the knowledge base</i> “ (Warwick Commission)

Die Regulierungsarchitektur des internationalen Finanzsystems weist an vielen Stellen Konstruktionsfehler auf, die zum einen Krisenauslöser waren, aber auch als Brandverstärker während der Krise gewirkt haben (siehe Tabelle 1, Spalte 1).

Die Verbriefung von Bankkrediten war ein wesentlich auslösendes Moment dafür, dass sich die Krise rasch und für viele unerwartet im internationalen Rahmen ausgebreitet hatte. Die Kredite wurden verbrieft, tranchiert und verpackt und in dieser Form – von Ratingagenturen mit den besten Bonitätsnoten ausgezeichnet – weltweit verkauft.

Dies war jedoch nur deshalb möglich, weil schlechte Risiken (z. B. *Subprime*-Kredite) durch die Technik der Strukturierung zu einem großen Teil in scheinbar erstklassige Aktiva transformiert wurden. Das *Originate-and-Distribute*-Modell, der Transfer von Kreditrisiken aus der Bankbilanz, führte letztlich dazu, dass die Kredit vergebende Bank die Bonitätsprüfung des Kreditkunden vernachlässigte. Diese Aufgabe wurde an Ratingagenturen delegiert.

Risiken wurden auch ins weitgehend unregulierte System der Schattenbanken ausgelagert. Zu den Schattenbanken zählen beispielsweise Hedgefonds, *Private-Equity*-Fonds und Geldmarktfonds, aber auch Einheiten, die häufig allein zu dem Zweck gegründet wurden, um Risiken aus der Bankbilanz heraus zu verlagern, wie Zweckgesellschaften oder *Structured Investment Vehicles*. Aufgrund der engen Verflechtung mit dem traditionellen Bankensystem haben sich in der Krise Probleme der Schattenbanken rasch auf das globale Finanzsystem ausgeweitet. Auf der Aktivseite hielten manche Zweckgesellschaften strukturierte längerfristige Wertpapiere, die sie durch die Ausgabe kurzfristiger *Commercial Papers* finanzierten, wobei sie Kreditzusagen der Banken erhielten. Als die Anleger nicht mehr bereit waren, diese *Commercial Papers* nach Fälligkeit erneut zu erwerben, gerieten die Zweckgesellschaften unter Druck – der Verkauf der Aktiva scheiterte oft mangels Marktpreisen –, wodurch dann jene Banken, die Kreditlinien gewährt hatten, von der Krise erfasst wurden.

Daten des Financial Stability Board (FSB 2012) für eine Stichprobe fortgeschrittener Volkswirtschaften zeigen: Von 2002 bis Ende 2007 stiegen die von „sonstigen Finanzintermediären“ gehaltenen finanziellen Vermögenswerte von schätzungsweise \$ 26 Billionen – oder rund 23% der Gesamtaktiva des Finanzsystems – auf \$ 62 Billionen (oder 27%). Seit Krisenausbruch hat sich das Wachstum verlangsamt, allerdings ist die Bilanzsumme des Schattenbanksystems weiter auf \$ 67 Billionen (2011) angestiegen. Diese Größe entspricht etwa der Hälfte der Bilanzsumme des traditionellen Bankensystems bzw. 111% des Bruttoinlandsprodukts der im Rahmen der Untersuchung erfassten Länder. Bei dieser Erhebung des FSB werden ca. 90% des globalen Finanzsystems erfasst. Die lückenlose und zuverlässige Erfassung ist jedoch deshalb schwierig, weil ein Teil

des Schattenbanksystems in Steuer- und Regulierungsoasen (dem sogenannten *Offshore-System*) angesiedelt ist.⁸

Gemessen an der Höhe der Bilanzsumme ist das Schattenbankensystem im Euroraum mit \$ 22 Billionen etwa gleich bedeutend wie in den USA (\$ 23 Billionen). Während aber in den USA seit Krisenausbruch dessen Bedeutung stark rückläufig ist, hat die Bedeutung des Schattenbankensystems im Eurosystem (und auch in Großbritannien) insgesamt zugenommen, wobei dessen Aktivitäten in den Finanzzentren konzentriert sind.

Marktmacht, mangelnde Haftung bei Fehlentscheidungen und Interessenkonflikte aufgrund der Eigentümerstruktur – die drei größten Ratingagenturen, deren Marktanteil mehr als 90% beträgt, sind direkt und indirekt im Eigentum der Finanzbranche – haben die Ratingagenturen zu einem bedeutenden Verstärker der Finanzkrise gemacht. In der sogenannten europäischen Staatsschuldenkrise seit 2010 wirkten sie zudem als Brandbeschleuniger, indem sie einige Peripheriestaaten weitaus stärker herabstufen, als durch Fundamentaldaten gerechtfertigt gewesen wäre.⁹ In Kombination mit der Wirkung ungedeckter Kreditderivate auf Staatsanleihen hat dies die Liquiditätskrise und die dadurch ausgelöste Abwärtsspirale von steigenden Zinsen, verordneten Sparprogrammen, Rezession, steigenden Staatsschuldenquoten und rezessionsbedingten Problemen im Bankensektor sicherlich verstärkt.

Das *Rating*, eine hoheitliche Aufgabe, wurde dabei schon früh an die Finanzbranche delegiert und somit eine öffentliche Funktion zum Geschäftsfeld privatwirtschaftlicher, gewinnorientierter Unternehmen. Die Verpflichtung zur Bewertung durch die Ratingagenturen wurde dabei in den Jahren vor der Krise sukzessive in zahlreiche Gesetze und Vorschriften auf einzelstaatlicher und internationaler Ebene übernommen. So sieht der „Standardansatz“ nach Basel II ein *Rating* durch Agenturen vor, anhand dessen das Kreditrisiko, ermittelt wird, das wiederum die Höhe der Eigenkapitalunterlegung bestimmt.

Die Übertragung der Finanzkrise auf die Realwirtschaft wird durch die prozyklischen Wirkungen der Eigenmittelvorschriften verschärft. Basel II sorgt für eine genauere Differenzierung der einzelnen Kreditrisiken, sei es aufgrund von externen *Ratings*, sei es aufgrund der eigenen internen *Ratings* der Banken. Dies zwingt die Banken, bei Zahlungsverzügen unmittelbar die Kreditwürdigkeit der Schuldner neu zu bewerten, die Bilanzwerte der betreffenden Kredite nach unten anzupassen und die Kredite mit zusätzlichem Eigenkapital zu unterlegen. Ein weiteres *Deleveraging* und eine verstärkte Vorsicht bei der Kreditvergabe sind die Folge. Dabei stellt sich die grundsätzliche Frage, wie präzise sich Risiken bezüglich zukünftiger Ereignisse aus den Daten der Vergangenheit ableiten lassen. Die Finanzkrise legt nahe, dass zumindest die bisherigen bankinternen Risiko-

modelle Anreize geschaffen haben, Risiken niedrig anzusetzen.¹⁰ Das System der risikokalibrierten Eigenkapitalregulierung hat auch den Anreiz erhöht, über das Instrument der Kreditderivate Risiken an Dritte auszulagern. Damit konnte zusätzlich mit dem verfügbaren Eigenkapital die Kreditvergabe und somit *Leverage* erhöht werden, jedoch mit dem Nebeneffekt, dass im Zuge des Einsatzes von Risikotransferinstrumenten (z. B. Kreditderivate) die Verflechtung des globalen Finanzsystems und dessen Verwundbarkeit enorm gestiegen sind.¹¹

Dieses Problem wurde durch eine exzessive Fristentransformation der Banken und Schattenbanken verschärft. Langfristige Forderungen wurden durch die Ausgabe von kurzfristigen Papieren finanziert, wobei mit Krisenbeginn die Investoren nicht mehr bereit waren, die Papiere zu revolvieren. Das Zusammenspiel von geringer Eigenkapitalausstattung, *Fair-Value-Accounting* und exzessiver Fristentransformation hat schließlich zu einer Abwärtsspirale und letztlich zu einer Kreditklemme geführt.

Der Umstand, dass ein global agierendes Finanzsystem durch nationale Aufsichtsbehörden kontrolliert wird, deren Sichtweise darüber hinaus mikroprudenziell orientiert ist, d. h. auf die Stabilität eines einzelnen Finanzinstituts gerichtet, hat Anreize für Banken erhöht, über das Ausnützen von Regulierungsdifferenzen (Regulierungsarbitrage) und sonstige Schlupflöcher, Risiken gegenüber den Aufsehern zu verschleiern.

All diese Faktoren haben dazu geführt, dass das Finanzsystem nicht so funktioniert, wie es in den Lehrbüchern beschrieben wird. Es sind einige Formen von Marktversagen zu unterscheiden, die als negative externe Effekte – analog zur Umweltökonomie – analysiert werden können. Die institutsspezifische (private) Optimierung der Geschäftstätigkeit, die auf Basis der durch das Regulierungssystem geschaffenen Fehlanreize erfolgt, führt über verschiedene Wirkungskanäle zur Destabilisierung des Gesamtsystems. Wesentlich dabei ist, dass in der traditionellen Ökonomie und in der aktuellen Krisenliteratur nur selektiv einige Formen von Marktversagen beschrieben werden.

Tabelle 2 gibt einen groben Überblick über jene Faktoren, die Marktversagen im Finanzsystem erklären, wobei drei (interdependente) Formen unterschieden werden:

Das Finanzsystem wirkt nicht, wie in den Lehrbüchern beschrieben,¹² schockabsorbierend, sondern kann Auslöser von Schocks sein. Dieses von John Maynard Keynes und später von Hyman Minsky weiter ausgearbeitete Phänomen des Verschuldungszyklus, der den Konjunkturzyklus verstärkt bzw. auslöst, wird heute als bedeutende Quelle endogener Risiken im Bankensystem beschrieben.¹³ Während des Aufschwungs vergeben Finanzinstitute verstärkt Kredite, wobei dies durch angelsächsische Regulierungspraktiken begünstigt wird. Indem im Rahmen der Eigenmittelvorschriften von Basel II Aktivpositionen risikogewichtet werden, sinken

Tabelle 2: Formen des Marktversagens im Finanzsystem

Finanzsystem als Auslöser von Krisen (endogene Schocks)	Verschwendung von ökonomischen Ressourcen, globale Vernetzung, Komplexität	Ineffiziente Verteilung von Risiken
<p>Verschuldungszyklus („Leverage Cycle“) Begünstigt durch: – angelsächsische Regulierungspraktiken (Risikogewichtung, Basel II) – Zeitwertbilanzierung</p> <p>Vermögenspreisblasen („Irrational Exuberance Bubbles“) Begünstigt durch: – Herdenverhalten, Kurzfristorientierung der Finanzmärkte – Reduktion der Transaktionskosten (technologische Innovationen im Zahlungsverkehr sowie computerunterstützte Handelssysteme, Hochfrequenzhandel)</p>	<p>Störung der Intermediationsfunktion – Das starke Kreditwachstum in Relation zum BIP reflektierte zum großen Teil Immobilienkredite bzw. Wertpapierkäufe der Finanzinstitute – Dies wurde zum großen Teil refinanziert durch kurzfristige Kreditaufnahme („<i>wholesale funding</i>“) – Senkung der Transaktionskosten im Handel führte zu starkem Anstieg des Eigenhandels der Banken (Fehlallokation von Kapital zu Lasten der traditionellen Kreditvergabe)</p> <p>„Too big to Fail“, „Too interconnected to Fail“ – Implizite Staatsgarantie – Kriterien sind die Größe, der Grad der Verflechtung sowie die Marktkonzentration – Begünstigt durch Kreditverbriefungen und -derivate sowie komplexe Finanzprodukte</p> <p>Exzessive Renten – Reflektieren niedrigere Refinanzierungskosten aufgrund von „<i>too big to fail</i>“ – Hohe Renten führen zu Fehlallokation von Ressourcen in Richtung Finanzsektor – Transfer von Renten der Realwirtschaft zum Finanzsystem</p>	<p>Komplexe strukturierte Finanzprodukte erhöhen systemische Instabilität</p>

im Aufschwung die Risikogewichte, und die Banken weiten ihre Kreditvergabe aus (Prozyklizität der Kreditvergabe). Auch die Möglichkeit, Kredite zu verbrieften und weiter zu verkaufen, verstärkt diesen Trend. Der „*Leverage Cycle*“ spielt in der akademischen Debatte und auch in der Regulierungsreform eine große Rolle.

Ein anderer in der heutigen Diskussion bisher viel zu wenig beachteter Aspekt ist das Phänomen von „*Irrational Exuberance Bubbles*“, die in der Literatur zwar immer wieder beschrieben wurden, aber in der heutigen Debatte ausgeklammert werden, weil diese, so die Argumentation, in der Krise eine nur geringe Rolle gespielt hätten. Aufgrund der Vernachlässigung dieses Aspekts gibt es wenig regulatorische Antworten auf die Fragen der irrationalen Übertreibungen von Vermögenspreisen, insbesondere auch bei Rohstoff- und Nahrungsmittelpreisen.

Eine weitere Quelle von negativen externen Effekten lässt sich unter den

Begriffen Verschwendung von ökonomischen Ressourcen, globale Vernetzung und Komplexität zusammenfassen, auf die James Tobin bereits 1984 in einer sehr bemerkenswerten Rede hingewiesen hat.¹⁴ Die heute viel diskutierte Problematik des „*too big to fail*“, der Umstand, dass die Finanzinstitute einen Anreiz haben, möglichst groß und opak zu werden und exzessive Risiken eingehen, weil im Krisenfall ein *bail-out* durch den Staat ohnehin unausweichlich wird (implizite Staatsgarantie und damit niedrigere Refinanzierungskosten), knüpft direkt an die von Tobin aufgeworfene Kritik an, ist aber nur ein Aspekt. Schon Hyman Minsky (2008) erkannte im Jahr 1987, dass über Finanzinnovationen und insbesondere Kreditverbriefungen nicht nur Komplexität und Intransparenz erhöht werden, sondern auch die globale Verflechtung. Damit wird das globale Finanzsystem insgesamt extrem krisenanfällig. Die im letzten Jahrzehnt bedeutend gewordenen neuen Finanzinstrumente, wie beispielsweise Kreditderivate, können ebenso direkte Übertragungswirkungen der Schieflage einer Bank auf das Gesamtsystem auslösen. Kriterium für Systemrelevanz von Banken ist nicht nur die Größe eines Finanzinstituts, sondern die globale Vernetzung. Diese spielt eine wichtige Rolle bei der Einschätzung des Systemrisikos einer Bank.

Wesentlich scheinen auch die im Finanzsystem erzielten exzessiven Renten, die auch mit der steuerlichen Begünstigung des Finanzsektors zusammenhängen. In den USA entfielen vor der Krise fast 40% der Unternehmensgewinne auf die Finanzbranche, obwohl sie nur rund acht Prozent zur Wirtschaftsleistung beisteuerte (der Wertschöpfungsanteil hat sich dabei innerhalb von nur einer Generation verdoppelt¹⁵). Zirka 30 bis 50% der Unterschiede der Löhne des Finanzsektors zu den restlichen Sektoren der US-amerikanischen Volkswirtschaft sind auf die Abschöpfung von Renten zurückzuführen. Demnach sind höhere Löhne bzw. Gehälter nur zum Teil mit höherer Grenzproduktivität zu erklären, sondern sind ein Ausdruck von Marktineffizienz (z. B. *Too Big to Fail*, implizites bzw. explizites Sicherheitsnetz).

Die Intermediationsfunktion des Finanzsystems funktioniert nicht so, wie sie in Lehrbüchern beschrieben wird. Demnach nehmen Banken Spareinlagen der Haushalte herein und vergeben im Wesentlichen Kredite an Staaten, Unternehmen, aber auch an Konsumenten, die ihren Konsum über die Zeit glätten wollen. Insbesondere in den Krisenländern, in denen ein sehr starker *Leverage*-Aufbau zu beobachten war, wurden Kredite in Bereichen mit volkswirtschaftlich fragwürdigen Effekten vergeben, wie beispielsweise an den (spekulativen) Immobiliensektor. Vielfach kompensierte die steigende Haushaltsverschuldung sinkende Lohnquoten sowie ungleichen Zugang zu Gesundheit und Bildung. Kredite wurden verstärkt für die Finanzierung von sozialen Leistungen aufgenommen.¹⁶ Auch der Umstand, dass sich Banken zunehmend kurzfristig über „*Wholesale-*

Funding“ finanzierten, um damit wieder Wertpapiere zu kaufen, ließ eine Art kaskadenartige Verschuldungsstruktur entstehen. „Viele Aktivitäten der Banken sind gesellschaftlich nutzlos.“¹⁷ Der rapide Anstieg von Handelsaktivitäten der Finanzinstitute (Eigenhandel), der auch eine Folge der Senkung von Transaktionskosten im Handel ist, kann als Fehlallokation von Kapital zulasten der Kreditvergabe der Banken an die reale Wirtschaft gesehen werden¹⁸ und als Quelle eines systemischen Risikos.¹⁹

Banken sind Finanzintermediäre – die Brücke zwischen Kapitalangebot und Realwirtschaft. Von diesem traditionellen Geschäftsmodell haben sich viele Finanzinstitute entfernt. Trotz massiver Investitionen in die Informationstechnologien ab den 1970er-Jahren hat der Finanzsektor im Gegensatz zu anderen Branchen relativ gesehen an Effizienz verloren.²⁰ Ungewöhnlich hohe Eigenkapitalrenditen im Finanzsektor waren dabei kein Indikator für Produktivität, sondern für exzessives Risiko.²¹

Eine weitere Form des Marktversagens im Finanzsystem besteht in der ineffizienten Verteilung von Risiken. Die ökonomische Literatur hat Finanzinnovationen und Derivate zumeist als risikodiversifizierend und daher stabilisierend beschrieben, so zum Beispiel Kreditderivate. Dadurch, dass das Kreditrisiko vom Kredit, das heißt von der ursprünglichen Gläubiger-Schuldner-Beziehung, getrennt und separat handelbar ist, komme es zu einer breiten Verteilung von Risiken zwischen Branchen, Ländern und Sektoren. Eine breite Streuung des Risikos wurde auch den Kreditverbriefungen zugeschrieben. Schocks auf das Finanzsystem könnten so leichter abgefedert werden. Tatsächlich wurden Risiken nicht besser verteilt, sondern sie sind im Bankensystem verblieben, wurden ins Schattenbankensystem ausgelagert und haben so letztlich zur starken globalen Vernetzung und Verwundbarkeit des Finanzsystems beigetragen: Die Metapher vom „Schmetterlingseffekt“, wonach der Flügelschlag eines Schmetterlings einen Tsunami in einem anderen Kontinent auslösen kann, wird oft verwendet, um den Schneeballeffekt von Störungen im Finanzsystem zu beschreiben. Darüber hinaus wurden oft komplexe, strukturierte Finanzprodukte nicht als Instrumente zur effizienten Allokation von Risiken kreiert, sondern weil sich mit ihrer Hilfe steuerliche Vorteile realisieren ließen.²²

3. Regulierungsinitiativen auf EU-Ebene

Im Herbst 2008, als das Weltfinanzsystem am Rande des Zusammenbruchs stand, wurde auf Ebene der G20 ein Reformprozess initiiert, der ohne Zweifel die weitaus größte Reform der Finanzmarktregulierung seit Jahrzehnten in Gang setzte. Dabei wurden in den Abschlusserklärungen einer Reihe von G20-Gipfeln²³ detaillierte Zielsetzungen und Regulie-

rungsvorhaben, auf die man sich einigen konnte, festgeschrieben. Als Ziel wurde genannt, „alle systemisch wichtigen Finanzinstitutionen, -märkte und -instrumente“ einem angemessenen Grad der Regulierung und Aufsicht“ zu unterwerfen.²⁴ Die Reforminitiativen, die die EU in den letzten Jahren setzte, stellen, mit Ausnahme der Initiativen zur Bankenabgabe und zur Finanztransaktionssteuer, im Wesentlichen die Umsetzung der G20-Agenda dar. Darüber hinaus basieren sie, insbesondere in Bezug auf die 2011 zunächst etablierte neue Aufsichtsarchitektur in der EU, auf den Empfehlungen der De Larosiere-Arbeitsgruppe, die im Oktober 2008 von EU-Kommissionspräsident Barroso eingesetzt wurde und ihren Bericht im Februar 2009 vorlegte.²⁵ Den zentralen Meilenstein in der Aufsichtsarchitektur stellt jedoch die Europäische Bankenunion (zentrale Aufsicht der Banken bei der EZB, Abwicklungsmechanismus und -fonds) dar, die nun als Reaktion auf die Krise in der Eurozone eingerichtet wird.

Zentrale Vorhaben der G20 waren von Beginn an die Reform der Eigenkapitalregulierung, die Regulierung und Beaufsichtigung von Hedgefonds und Ratingagenturen sowie die Begrenzung von Managergehältern. Ab 2010 rückte auch das weitgehend unregulierte Schattenbanksystem in den Fokus der Diskussion um die Regulierungsreform. Darüber hinaus wurde die Dringlichkeit der Schaffung eines harmonisierten, grenzüberschreitenden Bankeninsolvenzrechts erkannt, um die fiskalischen Kosten von Finanzkrisen gering zu halten und die Anreizstrukturen in Richtung Verursacherprinzip zu steuern (z. B. durch eine verpflichtende Beteiligung von Anleihegläubigern und Eigentümern von Banken an einer allfällig notwendigen Kapitalisierung einer Bank im Rahmen von *Bail-in*-Instrumenten). Systemrelevante Finanzinstitute sollten daher nicht nur höheren Eigenkapitalanforderungen unterworfen werden; es sollten auch gesetzliche Vorkehrungen getroffen werden, damit sie geordnet abgewickelt werden, ohne eine systemische Krise zu verursachen. Im Bereich der Wertpapierregulierung wurden Selbstbehalte für Verbriefungen vorgeschlagen, ebenso die Standardisierung und Überwachung von Derivatgeschäften und die verpflichtende Verlagerung des Derivathandels auf zentrale Clearingstellen. Schließlich sollte die Finanzaufsicht die mikroprudenzielle Aufsicht, die Beaufsichtigung einzelner Finanzinstitute, durch eine wirkungsvolle makroprudenzielle Aufsicht ergänzt werden, welche die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems als Ganzes im Auge hat. Im April 2009 wurde das „Financial Stability Board“ (FSB) eingerichtet, das im Auftrag der G20 im Rahmen dieser Regulierungsreform eine koordinierende Rolle einnimmt. Vertreten sind Behörden der G20 sowie Vertreter internationaler Institutionen (BIZ, EZB, EK, IWF etc.). Die Empfehlungen des FSB richten sich entweder an Staaten bzw. Regionen oder an Institutionen, die internationale Standards setzen, wie beispielsweise an den „Basler Ausschuss für Bankenaufsicht“ (Basel Committee on Banking Supervision). So wurde

das Basel-III-Regelwerk vom Basler Ausschuss vorbereitet, das wiederum die Basis für die Rechtsakte der EU bildet.

Tabelle 3: Regulierungsinitiativen in der EU

Beschlossen	Beschlussfassung in Vorbereitung	Keine weitgehenden Gesetzesinitiativen
Ratingagenturen (Registrierung, Transparenz, Haftung) Hedge Fonds, u. a. Regulierung des Derivatemarktes (EMIR*) Verbriefung (Selbstbehalt) Eigenkapitalvorschriften (Basel III) Systemrelevante Finanzinstitutionen Neue Aufsichtsstruktur (ESRB**, ESFS***) Bankenunion – ein einheitlicher Aufsichtsmechanismus	Regulierung des Hochfrequenzhandels Besteuerung des Finanzsektors Bankenunion – ein einheitlicher Abwicklungsmechanismus und -fonds	Schattenbankensystem und Schließen der Steuer- und Regulierungsloosen Rezeptpflicht für Finanzprodukte Trennung von Investment- und Geschäftsbanking

* European Market Infrastructure Regulation. – ** European Systemic Risk Board. –

*** European System of Financial Supervisors.

Tabelle 3 gibt einen groben Überblick über den Stand der wichtigsten bereits beschlossenen sowie geplanten Finanzmarktregulierungen auf EU-Ebene. Die dritte Spalte der Tabelle zeigt jene derzeit diskutierten Bereiche, für die es (noch) keine Gesetzesinitiativen gibt. Im Folgenden werden die einzelnen Initiativen kurz dargestellt, ohne sie zu bewerten. Letzteres erfolgt in Abschnitt 4.

3.1 Bereits beschlossene Regulierungsinitiativen

Ratingagenturen: Die Regulierung der Ratingagenturen erfolgte in mehreren Schritten. Zunächst wurden sie per 2009 (EG-Verordnung Nr. 1060/2009) verpflichtet, sich in den Herkunftsländern registrieren zu lassen sowie Annahmen und Ansätze des *Rating*s offenzulegen. Es wurde ihnen auch untersagt, neben dem *Rating* für Dienstleistungen auch Beratungsdienste anzubieten. Schließlich wurden sie per Verordnung Nr. 513/2011 der Beaufsichtigung durch die neu geschaffene Finanzmarktaufsichtsbehörde ESMA (European Securities and Markets Authority) unterworfen.

Die krisenverschärfende Rolle, die die Ratingagenturen bei der sogenannten Staatsschuldenkrise gespielt haben, haben schließlich die Europäische Kommission (EK) zur Vorlage eines Verordnungsentwurfs im November 2011 veranlasst (VO Nr. 513/2011). Emittenten werden verpflichtet, alle drei Jahre die sie bewertende Ratingagentur zu wechseln. Für komplexe strukturierte Finanzinstrumente müssen mindestens zwei *Rating*s von zwei verschiedenen Ratingagenturen eingeholt werden. Weiters wird die Haftung der Ratingagenturen festgeschrieben, wenn sie vorsätz-

lich oder grob fahrlässig gegen die Verordnung über Ratingagenturen verstoßen. Geschädigte Anleger können zivilrechtliche Schadenersatzansprüche stellen, die Beweislast trägt die Ratingagentur. Länderratings, die nunmehr alle sechs Monate statt wie bisher alle 12 Monate erstellt werden, dürfen erst nach Handelsschluss und mindestens eine Stunde vor Öffnung der Handelsplätze in der EU veröffentlicht werden. Der ursprünglich im Verordnungsentwurf enthaltene Passus, wonach ESMA das *Rating* von Staatsanleihen in außergewöhnlichen Situationen vorübergehend verbieten kann, wurde in der veröffentlichten Version gestrichen.²⁶

Schließlich werden Anleger verpflichtet, neben *Ratings* auch eigene Prüfungen für ihre Anlageentscheidungen vorzunehmen. Den Rückgriff auf *Ratings* zu verringern, findet sich auch in der vor Kurzem beschlossenen vierten Eigenkapitalrichtlinie im Rahmen von Basel III (Capital Requirement Directive IV), wonach die Finanzinstitute angehalten werden, weniger auf externe *Ratings* Bezug zu nehmen.

Hedgefonds: Im Jahr 2009 veröffentlichte die EK einen Richtlinienentwurf zum Management alternativer Investmentfonds (Alternative Investment Fund Manager, AIFM-Directive), der in seiner endgültigen Fassung am 11. November 2010 im Europäischen Parlament verabschiedet wurde und im September 2011 in Kraft getreten ist. Danach bleiben den Mitgliedstaaten zwei Jahre für die Umsetzung in nationales Recht Zeit. Der Anwendungsbereich der Richtlinie ist weit konzipiert und umfasst alle Fonds, die nicht bereits einem regulatorischen Rahmen unterliegen. Dazu zählen beispielsweise Hedgefonds, *Private Equity*-Fonds, Immobilienfonds, Rohstofffonds, Infrastrukturfonds und andere Arten institutioneller Fonds. Reguliert wird nicht der Fonds selber, sondern die natürlichen und juristischen Personen, die mit der Verwaltung, Administration und dem Vertrieb solcher Anlageprodukte betraut sind. Es werden dabei jene Manager reguliert, die ein Fondsvermögen von mehr als 100 Mio. Euro verwalten. Fondsmanager, die bei der Fondsverwaltung keine *Leverage*-Techniken anwenden (diese Techniken verwenden vor allem Hedgefonds-Manager), unterliegen erst ab einem Fondsvermögen von mehr als 500 Mio. Euro der Regulierung. Die Regulierung betrifft im Wesentlichen Registrierungs- und Transparenzvorschriften. Sobald ein Fondsmanager in einem EU-Mitgliedstaat zugelassen ist, gilt die Zulassung für alle anderen Mitgliedstaaten. Erst 2019 soll das nationale Zulassungsverfahren in ein EU-Zulassungsverfahren überführt werden. Die Fondsmanager sind darüber hinaus verpflichtet, Berichte über Volumina, Anlagestrategien, Vergütungsstrukturen und Risikomanagement, ihren Anlegern sowie den nationalen Behörden zur Verfügung zu stellen.

Auch *Private Equity*-Fonds (nicht an der Börse notiertes Beteiligungskapital) werden von der AIFM-Richtlinie erfasst. So ist es innerhalb von zwei Jahren unzulässig, im Rahmen eines kreditfinanzierten Erwerbs eines Un-

ternehmens die dabei entstandenen Schulden an dieses Unternehmen zu übertragen. Allerdings sind Übernahmen von kleinen und mittleren Unternehmen von dieser Regelung ausgenommen. Die im Juni 2013 beschlossene Umsetzung des Baseler Regelwerkes sieht auch höhere Risikogewichte für Investments in Hedgefonds und *Private Equity*-Fonds vor, wodurch diese Investments verteuert werden.

Regulierung des Derivatemarktes: Die Regulierung des Derivatemarktes erfolgte zunächst durch die Verordnung Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (European Market Infrastructure Regulation, EMIR), die im August 2012 in Kraft getreten ist. Kern der Regulierung ist die Verpflichtung der Marktteilnehmer, außerbörsliche standardisierte Derivategeschäfte über zentrale Handelsplattformen (*Central Counterparty Platforms*, CCPs) abzuwickeln. Indem die CCP als Vertragspartei zwischen Käufer und Verkäufer tritt und die Marktteilnehmer verpflichtet sind, Sicherheiten (*margins*) zu hinterlegen, die im Falle des Ausfalls einer Vertragspartei eine Wiederbeschaffung ermöglicht, soll das Gegenparteienrisiko reduziert werden. Von der Clearingpflicht ausgenommen wird hingegen die Absicherung von Risiken in direktem Zusammenhang mit den kommerziellen Aktivitäten von Unternehmen. Die Beschränkung der Clearingpflicht auf standardisierte Produkte könnte aber zur Folge haben, dass MarktteilnehmerInnen vermehrt in den unregulierten Over The Counter (OTC-)Handel ausweichen, denn gerade nicht standardisierte Produkte zeichnen sich durch einen hohen Grad an Komplexität und damit zusammenhängenden hohen Risiken aus. Der ESRB wird gemeinsam mit der Europäische Wertpapieraufsicht (ESMA) überprüfen, von welchen außerbörslich (OTC) gehandelten Produkten ein zu großes systemisches Risiko ausgeht, sodass diese zukünftig verpflichtend über CCPs gehandelt werden müssen.

Darüber hinaus müssen sämtliche OTC-Geschäfte an ein Transaktionsregister gemeldet werden. Weiters unterliegen sämtliche OTC-Derivate, auch solche, die aufgrund ihrer Struktur nicht für das zentrale Clearing geeignet sind, besonderen Anforderungen an das Risikomanagement.

Um Verbriefungen von Krediten zu erschweren wurden Selbstbehalte eingeführt. Dies bedeutet, dass von jedem erzeugten Einzelkredit auf der ersten Stufe und von jedem Wertpapier auf der zweiten Stufe sowie den weiteren Stufen, ein Teil in den Büchern der Banken verbleibt. Im Mai 2009 wurden im Rahmen der Capital Requirements Directive II (CRD II) ein Selbstbehalt von 5% eingeführt, d.h. emittierende Institute müssen bei Verbriefungen mindestens 5% des Kreditportfolios in der eigenen Bilanz behalten – ab 2015 soll der Selbstbehalt auf 10% angehoben werden. Die Capital Requirements Directive III (CRD III) hat darüber hinaus höhere Eigenkapitalunterlegungspflichten für Wiederverbriefungen festgelegt.

Regulierung der Remuneration für Bankmanager: Die Managervergütung für den Finanzsektor wurde zunächst in der Kapitaladäquanzrichtlinie III (CRD III), die im Dezember 2010 in Kraft getreten ist, neu geregelt. Diese Richtlinie gibt Prinzipien für Managergehälter vor, die von CEBS (2010) – der Vorgängerbehörde der neuen Bankenaufsichtsbehörde EBA – im Rahmen von Leitlinien im Dezember 2010 spezifiziert wurden. So wird empfohlen, dass mindestens 40% der variablen Gehaltsbestandteile verzögert über drei Jahre ausbezahlt werden müssen und nur die Hälfte der Sofortauszahlungen in bar erfolgen sollte. Der Rest soll in Form von Wertpapieren ausbezahlt werden. Bei den Boni sollten auch künftige Risiken berücksichtigt werden, und sie sollten in einem angemessenen Verhältnis zu den fixen Bestandteilen stehen. Mit dem Beschluss der Kapitaladäquanzrichtlinie CRD IV, die im Juli 2013 in Kraft getreten ist, wurde auch ein maximales Verhältnis der variablen zur fixen Vergütung vorgeschrieben. Die variable Vergütung darf grundsätzlich 100% der fixen Vergütung nicht überschreiten; allerdings gilt dies nur für sogenannte „Risk-Takers“. Der maximale Anteil der variablen Vergütung kann durch Beschluss der Eigentümer des Instituts auf bis zu 200% der fixen Vergütung erhöht werden. Dafür bedarf es aber einer detaillierten Beschlussempfehlung, welche die Gründe für die Erhöhung des Verhältnisses und die Auswirkungen auf eine angemessene Eigenmittelausstattung darlegt.

Basel III: Die ursprünglich für Anfang 2013 – mit längeren Übergangsfristen – geplante Umsetzung des vom Basler Ausschuss ausgearbeiteten Regelwerks von Basel III stellt das Herzstück der Regulierungsreform in der EU dar. Die Europäische Kommission hat in den entsprechenden Legislativvorschlägen, bestehend aus einer Verordnung (Capital Requirements Regulation, CRR²⁷) und einer Richtlinie (Capital Requirements Directive IV, CRD IV²⁸) die zentralen Bestimmungen von Basel III übernommen. Schließlich sind sowohl die Verordnung als auch die Richtlinie im Juli 2013 in Kraft getreten und sollen ab 2014 gelten, wobei eine graduelle Implementierung, die 2019 abgeschlossen sein soll, vorgesehen ist.

Die Überführung wesentlicher Teile des Bankenaufsichtsrechts in eine direkt anwendbare Verordnung (CRR), in der Eigenmittel-, Liquiditäts- und *Leverage*-Bestimmungen festgelegt werden, reduziert nationale Gestaltungsspielräume. Darüber hinaus werden etliche bisher bestehende nationale Wahlrechte abgeschafft, wodurch im Ergebnis ein einheitliches Regelwerk (*Single Rule Book*) in der EU entsteht. Zunächst werden die Eigenkapitalanforderungen verschärft: das harte Kernkapital steigt von 2 auf 4,5% der risikogewichteten Aktiva. Auch die Qualität des Eigenkapitals wird verbessert.

Schließlich ist zusätzlich ein Kapitalerhaltungspuffer von 2,5% zu halten, der verhindern soll, dass im Krisenfall Kapital zu schnell aufgezehrt wird,

indem eine Unterschreitung der Quote z. B. durch Beschränkung der Dividendenzahlungen sowie der variablen Vergütung des Managements sanktioniert werden kann. Neu ist auch ein antizyklischer Kapitalpuffer von 2,5% oder mehr, der im Boom gebildet werden muss und im Abschwung abgebaut werden kann. Zusätzliches Eigenkapital kann auch für systemrelevante Finanzinstitute vorgeschrieben werden: ab 2014 bis zu 3% der risikogewichteten Aktiva, ab 2015 bis zu 5%.²⁹ Sowohl beim antizyklischen Kapitalpuffer als auch beim systemischen Puffer besteht ein gewisser diskretionärer Gestaltungsspielraum der Länder nach oben, allerdings in enger Abstimmung mit EBA, ESRB und EK. Beide Puffer sind in der Richtlinie CRD IV geregelt.

Zusätzlich wird eine Verschuldungsquote (*Leverage Ratio*) ab 2018 vorgesehen. Die *Leverage Ratio* misst dabei das Eigenkapital in Relation zu den ungewichteten Aktiva. Der Basler Ausschuss empfiehlt dabei eine Verschuldungsquote von 3%. Sie soll nun zusätzlich zu den auf Risikogewichten basierenden Eigenkapitalunterlegungsquoten herangezogen werden, da die Methoden der Risikogewichtung manipulationsanfällig sind und prozyklisch wirken und die Banken weiterhin viel Spielraum bei der Ermittlung des regulatorischen Eigenkapitals haben.³⁰ Zunächst soll die Verschuldungsquote der Banken ab 2015 veröffentlicht werden, und ab 2018 wird – nach einer Beobachtungsphase – die Quote quantitativ beschränkt werden.

Weiters werden nach einer längeren Beobachtungs- und Übergangsfrist die Liquiditätsquoten³¹ vorgeschrieben, deren Einhaltung das Problem abschwächen soll, nämlich dass Banken ihre (langfristigen) Forderungen überwiegend kurzfristig finanzieren (Problem der ungenügenden Fristenkongruenz).

Regulierung systemrelevanter Finanzinstitute und Abwicklung: Die stärkere Regulierung systemrelevanter Finanzinstitutionen in der EU wurde bereits beschlossen. Wie zuvor erwähnt, sieht die Richtlinie CRD IV zusätzliche Eigenkapitalanforderungen, sogenannte systemische Kapitalpuffer sowie zusätzliche Puffer für global agierende systemische Banken vor.³² Damit ist die Erwartung einer Begrenzung des Bilanzsummenwachstums, insbesondere in riskanteren Veranlagungen, verbunden.

Bereits mit Krisenausbruch wurde gefordert, dass systemisch relevante Banken geordnet abgewickelt werden sollten. Dazu sind Verfahren zur Restrukturierung notwendig, um die systemischen Rückwirkungen von drohenden Bankinsolvenzen abzuschwächen. Die EK hat im Juni 2012 einen Richtlinienvorschlag vorgelegt (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD), der einheitliche Mindeststandards für den Umgang mit Banken, die in Schieflage geraten, festlegt³³ und auf drei Säulen basiert. Diese Richtlinie wurde im Juni 2013 beschlossen.³⁴ Erstens werden die nationalen Aufsichtsbehörden mit einheitlichen Instrumentarien für die

Prävention, die Frühintervention und die Abwicklung ausgestattet. Banken müssen Sanierungspläne aufstellen, die Aufsichtsbehörden Abwicklungspläne ausarbeiten, die Optionen für das weitere Vorgehen bei Banken in finanzieller Notlage enthalten. Aufsichtsbehörden werden mit Frühinterventionsbefugnissen ausgestattet, sodass Schwierigkeiten frühzeitig abgewendet werden können. Kern der Richtlinie bilden die Abwicklungsinstrumente und -befugnisse der Abwicklungsbehörden, die es ermöglichen sollen, wichtige Funktionen eines gefährdeten Instituts aufrechterhalten zu können, wobei diese ausgegliedert und auf einen neuen Rechtsträger (Brückenbank) übertragen werden, während der Rest im herkömmlichen Insolvenzverfahren liquidiert würde. Die Auslagerung von Vermögenswerten ermöglicht, die Bilanzen zu bereinigen. Mit *Bail-in*-Instrumenten erhalten die Behörden die Möglichkeit, (unbesicherte) Bankverbindlichkeiten in haftendes Eigenkapital umzuwandeln. Institute sollen damit rekapitalisiert werden oder ein Brückeninstitut wird mit Kapital ausgestattet, ohne eine Rettung mit öffentlichen Mitteln notwendig zu machen.

Zweitens enthält die Richtlinie einen Rahmen für eine verstärkte Zusammenarbeit zwischen den nationalen Behörden in allen Phasen der Vorbereitung, Sanierung und Abwicklung. Drittens sieht die Richtlinie vor, dass Abwicklungsfonds bereitgestellt werden, die ausschließlich zur Unterstützung einer geordneten Reorganisation und Abwicklung in Anspruch genommen werden, aber niemals zur Rettung einer Bank. Die Regelungen der BRRD sollen grundsätzlich ab dem Jahr 2015 gelten. Für das *Bail-in*-Instrument gilt, dass die EU-Mitgliedstaaten die Regelungen ab dem Jahr 2015 anwenden können, spätestens ab dem Jahr 2018 müssen. Darüber hinaus hat die Europäische Kommission im Juli 2013 einen Entwurf für zentrale Kompetenzen bei der Abwicklung von Kreditinstituten (Single Resolution Mechanism) und die Schaffung eines gemeinsamen Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund) vorgelegt (siehe Abschnitt 3.2).

Europäische Aufsichtsarchitektur: Die neue Europäische Aufsichtsarchitektur, die 2011 implementiert wurde, basiert auf zwei Säulen. Die Bewertung von Gefahrenpotenzialen für die gesamteuropäische Finanzmarktstabilität (makroprudenzielle Risiken) und die Früherkennung von Systemrisiken obliegen dem neuen „Europäischen Ausschuss für Systemrisiken“ (ESRB). Im ESRB sind u. a. die Notenbankgouverneure sowie die Vertreter der Aufsichtsbehörden aller 28 EU-Mitgliedstaaten vertreten. Der ESRB gibt Risikowarnungen, die gegebenenfalls auch veröffentlicht werden, wenn derartige Systemrisiken als erheblich erachtet werden,

Die zweite Säule der neuen europäischen Aufsichtsreform besteht im Europäischen System für die Finanzaufsicht (ESFS). Dabei wurden auf europäischer Ebene existierende Ausschüsse der nationalen Aufseher – die sogenannten Level-3-Komitees – zu Europäischen Aufsichtsbehörden mit eigener Rechtspersönlichkeit aufgewertet. Die Europäische Ban-

kenaufsichtsbehörde (EBA), die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) und die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) übernehmen nicht nur vollständig die bisherigen Angelegenheiten der Level-3-Komitees, sondern bekommen darüber hinaus einige weitere Aufgaben und Befugnisse übertragen, die im Wesentlichen in der Sammlung von Informationen sowie in Koordinierungsaufgaben, vor allem zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden, bestehen. In Fällen von grenzüberschreitenden Krisensituationen können die Europäischen Aufsichtsbehörden den nationalen Aufsehern Maßnahmen auch verbindlich anordnen, sofern sie sich nicht auf die fiskalpolitischen Kompetenzen der EU-Mitgliedstaaten auswirken.

Bankenunion – ein einheitlicher Aufsichtsmechanismus: Mit der Verschärfung der Krise im Euroraum wurde das Problem der engen Verschränkung von nationalen Risiken des Bankensektors und der nationalen Staatshaushalte – insbesondere in den Peripheriestaaten – virulent. Am 12. September 2012 legte die Europäische Kommission einen Verordnungsvorschlag für einen einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism, SSM) für Banken im Euroraum vor.³⁵ Dabei wurden der EZB durchgreifende Befugnisse zur Beaufsichtigung aller Banken im Euroraum übertragen. Die rechtliche Basis stellt Artikel 127 Abs. 6 AEUV dar, wonach der EZB „besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute“ zugewiesen werden können. Die nicht zum Euroraum zählenden EU-Länder können sich dem Regelwerk freiwillig anschließen. Die endgültige Fassung des Verordnungsvorschlags der Europäischen Kommission wurde im Herbst 2013 verabschiedet.

Die EZB erhält fortan die Zuständigkeit für Aufgaben wie die Zulassung von Kreditinstituten, die Überwachung der Einhaltung von Eigenkapital-, Leverage- und Liquiditätsanforderungen und die Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten. Die EZB kann frühzeitig eingreifen, wenn eine Bank gegen die gesetzlichen Eigenkapitalanforderungen verstößt. Die EZB hat zwar grundsätzlich die Aufsichtsverantwortung für sämtliche Kreditinstitute, sie beaufsichtigt jedoch nur „signifikante“ Institute direkt. Hierzu zählen die jeweils drei größten Institute eines Mitgliedsstaats, Institute mit einer Bilanzsumme von mehr als 30 Mrd. Euro oder Institute, deren Bilanzsumme mehr als 20% des Bruttoinlandsprodukts des Sitzlandes ausmacht. Die „weniger signifikanten“ Institute werden von nationalen Aufsichtsbehörden beaufsichtigt. Die EZB kann die Direktaufsicht über „weniger signifikante“ Institute nur an sich ziehen, wenn dies zur „Sicherstellung der kohärenten Anwendung hoher Aufsichtsstandards erforderlich ist“ (Art. 6 Absatz 5, SSM-Verordnung).

Die EZB soll frühestens ab Herbst 2014 die Aufsicht über die wichtigsten Banken im Euroraum übernehmen. Bevor die EZB ihre Aufsichtsfunktion antritt, muss ein sogenanntes „*Comprehensive Assessment*“ abgeschlos-

sen sein, das aus drei Elementen besteht: einer Risikobewertung, einer Bewertung des Kreditportfolios sowie einem Stresstest für die zu beaufsichtigenden Institute. Wenn der einheitliche Aufsichtsmechanismus in Kraft ist, soll es dem Europäischen Stabilitätsmechanismus möglich sein, auf Antrag eines Mitgliedstaates, unter Einhaltung von beihilfenrechtlichen und sonstigen Auflagen, Banken direkt zu rekapitalisieren.

3.2 Regulierungsinitiativen, die noch nicht beschlossen wurden

Bankenunion – ein einheitlicher Abwicklungsmechanismus: Der einheitliche Aufsichtsmechanismus stellt dabei einen ersten Schritt in Richtung einer Bankenunion dar. Weitere Elemente sind ein einheitlicher europäischer Rahmen für die Bankensanierung und die Abwicklungsfinanzierung. Auch eine gemeinsame Einlagensicherung wird oft als Element einer Bankenunion genannt, wobei derzeit lediglich an der Vereinheitlichung der unterschiedlichen nationalen Regeln gearbeitet wird. Im Juni 2013 wurde die Harmonisierung der nationalen Regeln für die Abwicklung von Banken im Rahmen der „Bank Recovery and Resolution Directive“ (BRRD) beschlossen (siehe Kap. 3.1). Die EK ging einen Schritt weiter und legte im Juli 2013 einen Entwurf für zentrale Kompetenzen bei der Abwicklung von Kreditinstituten (Single Resolution Mechanism, SRM) und die Schaffung eines gemeinsamen Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund, SRF) vor,³⁶ wobei sie wesentliche Regelungen der BRRD in den Verordnungsvorschlag zum SRM integriert hat. Nach derzeitigem Zeitplan soll die Richtlinie 2015 in Kraft treten. Es soll ein „Single Resolution Board“ (SRB) mit Sitz in Brüssel eingerichtet werden, dessen Entscheidungsgremium aus Vertretern der Europäischen Kommission, der EZB sowie je einem Vertreter der national zuständigen Behörden besteht. Die Entscheidung, ob eine Bank abgewickelt wird, welche Abwicklungsinstrumente eingesetzt werden, sowie die allfälligen Beiträge, die der neu zu schaffende Abwicklungsfonds (SRF) leistet, liegt gemäß EK-Vorschlag ausschließlich bei der Europäischen Kommission. Weitere Entscheidungskompetenzen liegen beim SRB. Im Unterschied zum SSM liegt die Verfahrenshoheit zunächst immer auf europäischer Ebene, selbst wenn es sich um „weniger signifikante“ Institute handelt. Die nationalen Abwicklungsbehörden setzen die Abwicklung um oder wickeln Institute nach den national geltenden Rechtsvorschriften ab, falls die EK die Ansteckungsgefahren, die von einer Schieflage einer Bank ausgehen, als gering einschätzt. Die von der EK vorgeschlagenen Entscheidungsstrukturen des SRM sind komplex und stellen eine Kompromisslösung dar – angesichts mangelnder rechtlicher Grundlagen für eine allein zuständige supranationale Kompetenz.³⁷ Dennoch stellen SSM und SRM Meilensteine in der Neugestaltung der europäischen Aufsichtsarchitektur dar.

Die Finanzierung der Abwicklung folgt einer klar definierten Haftungskaskade. Zunächst werden die Forderungen der Gläubiger in Eigenkapital umgewandelt, und die Eigentümeranteile werden herabgesetzt (*Bail-in*). Besicherte Einlagen und Verbindlichkeiten oder sehr kurz laufende Verbindlichkeiten unterliegen dabei nicht der *Bail-in*-Regelung. Dann folgt eine Finanzierung aus dem Abwicklungsfonds SRF, der 1% der besicherten Einlagen der Mitgliedstaaten umfassen soll, sukzessive aufgebaut und aus Beiträgen von Finanzinstituten gespeist sein wird. Diese Mittel können erst dann herangezogen werden, wenn Anteilseigner und Gläubiger Verluste in Höhe von mindestens 8% der Passiva getragen haben. Der Beitrag des SRF ist grundsätzlich auf 5% der Passiva der entsprechenden Bank begrenzt.

Ein wichtiges Instrument ist auch die direkte Kapitalisierung von Banken aus dem ESM. Dieses Instrument wird erst ab Inkrafttreten des SSM wirksam, und das Volumen von insgesamt 60 Mrd. Euro soll nicht überschritten werden. Die dabei gewährten Mittel erhöhen die Schuldenquote des beantragenden Mitgliedstaates nicht. Dabei wurde allerdings von der Euro-Gruppe im Juni 2013 festgelegt, dass es einen Eigenbeitrag des beantragenden Mitgliedslandes von mindestens 20% der gewährten öffentlichen Mittel geben muss.

Hochfrequenzhandel: Der Hochfrequenzhandel ist eine Sonderform des automatisierten oder algorithmischen Handels. Dabei werden computergesteuert Wertpapiere mit kurzer Haltefrist gehandelt. Ziel ist die Ausnutzung von Preisdifferenzen zwischen verschiedenen Handelsplattformen. Aufgrund der hohen Kurssprünge, die innerhalb kurzer Zeit möglich sind, wird eine strenge Regulierung des Hochfrequenzhandels gefordert. Derzeit wird im Rahmen des Richtlinienentwurfs zum Wertpapierhandel (Markets in Financial Instruments Directive II, MiFID II) u. a. über eine Regulierung des Hochfrequenzhandels verhandelt. Das Europäische Parlament fordert dabei, dass Händler verpflichtet werden sollen, Orders mindestens 0,5 Sekunden lang zu halten. Außerdem sollen sie ihre Algorithmen offen legen und für nicht ausgeführte Orders Gebühren zahlen. Eine Einigung darüber wird demnächst erwartet.

Besteuerung des Finanzsektors: Ende September 2011 legte die EK einen Richtlinienentwurf für die Einhebung einer EU-weiten Finanztransaktionssteuer vor. Besteuert werden Finanztransaktionen, Spot-Transaktionen und Derivate, wobei sowohl börsengehandelte Transaktionen als auch solche, die außerbörslich gehandelt werden (OTC-Transaktionen), der Besteuerung unterliegen.³⁸ Strukturierte Produkte (z. B. Handel mit verbrieften Krediten) sowie der Handel mit (alternativen) Fondsanteilen werden ebenso besteuert. Das Residenzprinzip – eine Transaktion wird besteuert, sobald eine der Gegenparteien ihren Sitz, ihre permanente Adresse oder eine Niederlassung in einem EU-Land hat – minimiert Steu-

erumgehungsmöglichkeiten. Bislang konnte keine Einigung aller EU-Mitgliedstaaten erzielt werden, allerdings unterstützen elf Staaten (Belgien, Deutschland, Estland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Österreich, Portugal, Slowenien und die Slowakei) eine verstärkte Zusammenarbeit für die Einführung einer Finanztransaktionssteuer.³⁹ Im Februar 2013 legte die EK einen Richtlinienvorschlag vor, der die Zusammenarbeit präzisiert und über den derzeit verhandelt wird.⁴⁰ Der ursprüngliche Plan, die Finanztransaktionssteuer in den 11 Mitgliedstaaten in harmonisierter Form per Jänner 2014 einzuführen, konnte nicht eingehalten werden.

Bemühungen der EU, eine Bankenabgabe mit weitgehend harmonisierter Bemessungsgrundlage sowie harmonisierten Steuersätzen auf globaler und EU-Ebene einzuführen, sind bislang gescheitert. Eine Reihe von EU-Mitgliedstaaten führte nach dem Ausbruch der Finanzkrise eine Bankenabgabe, die auf die Bilanzsumme abzüglich Eigenkapital und spezifischer Einzelposten eingehoben wird, im Alleingang und weitgehend unkoordiniert ein. Neben dem fiskalischen Ziel der Beteiligung der Banken an den Krisenkosten und/oder der Dotierung eines Abwicklungsfonds wird damit auch ein regulatorisches Ziel verfolgt. Die Abgabe kann als Haftungsentgelt für die kostenlose, implizite Garantie des Staates, die in Erwartung staatlicher *Bail-outs* exzessive Risiken generiert, gesehen werden und damit Marktversagen korrigieren.⁴¹ Die Frage der Besteuerung Bankensektors hat im Rahmen der Diskussion um die Dotierung eines Abwicklungsfonds im Rahmen des EU-Richtlinienvorschlags zur Bankenrestrukturierung neue Aktualität erlangt (siehe Kapitel 3.2).

Die vom Internationalen Währungsfonds vorgeschlagene Finanzaktivitätssteuer, die als Steuer auf die Wertschöpfung von Finanzinstituten konzipiert ist, wurde bislang in der EU nicht aufgegriffen. Neben dem fiskalischen Ziel dient sie der Korrektur der bevorzugten Behandlung von Finanzdienstleistungen im Rahmen der Mehrwertsteuerpflicht,⁴² der Reduktion von Renten im Finanzsektor sowie der Korrektur von exzessivem Risikoverhalten.⁴³

3.3 Derzeit diskutierte Reformvorschläge, für die es (noch) keine Gesetzesinitiativen gibt

Schattenbankensystem: Eine Reihe von Legislativvorschlägen mit Auswirkungen auf das Schattenbankensystem sind bereits beschlossen. So unterliegen Ratingagenturen der Regulierung und Aufsicht durch die ESMA, und die EU hat Schritte unternommen, um die durch Verbriefungsstrukturen aufgeworfenen Probleme des Schattenbankensystems abzuschwächen (z. B. im Rahmen von CRD II und III). Die direkte Regulierung eines Segments des Schattenbankensystems, nämlich von Hedge-Fonds und anderen alternativen Fonds, beschränkte sich jedoch bislang weitgehend

auf Registrierungs- und Transparenzverpflichtungen sowie auf die Verpflichtung, Liquiditätsrisiken zu überwachen und ein Liquiditätsmanagementsystem einzurichten. Im Rahmen von Basel III werden zudem Kreditlinien an Zweckgesellschaften verteuert oder Teile des Schattenbankensystems in den rechnungslegungstechnischen Konsolidierungskreis des traditionellen Bankensystems integriert. Dies scheint aber bei Weitem nicht ausreichend, um die hohe Risikokonzentration dieses Teils des Finanzsystems zu reduzieren. Der starke Fokus bisheriger Regulierungsinitiativen auf das traditionelle Bankensystem scheint zudem Anreize erhöht zu haben, Risiken ins Schattenbankensystem auszulagern. Nach umfassenden, wenngleich noch zu wenig detaillierten Untersuchungen der quantitativen Bedeutung verschiedener Segmente des Schattenbankensystems und deren Risiken, die im Auftrag der G20 durchgeführt wurden, veröffentlichte das FSB im November 2012 Vorschläge für allgemeine Empfehlungen. Diese reichen von Beschränkungen des *Leverage* und der Fristentransformation über Eigenkapitalvorschriften bis hin zu Begrenzung des *Exposure* der Banken gegenüber Teilen des Schattenbankensystems.⁴⁴ Detaillierte Empfehlungen präsentierte das FSB zur Begrenzung der Risiken, die von der Wertpapierleihe, der Wiederverbriefung von Verbindlichkeiten sowie von Repo-Geschäften ausgehen.⁴⁵ So stellt das FSB beispielsweise ein verpflichtendes *Clearing* von Wertpapierpensionsgeschäften über CCPs und die Setzung von Mindeststandards bei den Sicherheiten zur Diskussion.⁴⁶ Nach Abschluss der Konsultationsphase plant das FSB einen abschließenden Bericht mit sämtlichen Empfehlungen. Die EK veröffentlichte im März 2012 ein Grünbuch,⁴⁷ in dem sie einen breiten Konsultationsprozess zum Thema Schattenbanken einleitete. Im September 2013 veröffentlichte die EK schließlich einen Vorschlag für die Regulierung von Geldmarktfonds – immerhin halten diese in der EU ca. 40% der kurzfristigen Bankanleihen und etwa 20% der Staatsanleihen. So sollen mindestens 10% des Portfolios von Geldmarktfonds aus täglich fälligen Vermögenswerten und weitere 20% aus wöchentlich fälligen Vermögenswerten bestehen. Mit Erfüllung dieser Forderung sollen Geldmarktfonds in die Lage versetzt werden, Rückzahlungen an Investoren leisten zu können, die kurzfristig Mittel abziehen wollen.

Rezeptpflicht für Finanzinstrumente und -innovationen: Geplante Reformen, wie die Einführung einer Finanztransaktionssteuer, höhere Anforderungen an die zu hinterlegenden Sicherheiten (*Margins*), die Verlagerung des Handels mit Derivaten auf zentrale Handelsplattformen sowie die Einrichtung von Transaktionsregistern stellen wichtige Reformschritte in der Derivateregulierung dar. Auch hat die EU im Lichte der Rolle, die Kreditausfallsversicherungen für Staatsanleihen bei der Verschärfung der Krise im Euroraum gespielt haben, mit Wirkung vom 1. November 2011 ungedeckte Kreditausfallsversicherungen für Staatsanleihen (CDS) verboten.

Ein Verbot gilt auch für ungedeckte Leerverkäufe von Aktien und Anleihen, wobei eine Reihe von Ländern bereits unmittelbar nach Krisenausbruch mit einem Verbot von Leerverkäufen reagiert hat. Dieses Verbot erfolgt nun harmonisiert und gilt weltweit für alle europäischen Aktien, Anleihen und CDS.⁴⁸ Demnach dürfen beispielsweise CDS auf öffentliche Schuldtitel nur noch gekauft werden, wenn der Investor öffentliche Schuldtitel besitzt. Nationalen Behörden wird allerdings eingeräumt, dieses Verbot anlassbezogen für maximal 12 bzw. 18 Monate aufzuheben, wenn der Markt für öffentliche Schuldtitel nicht ordnungsgemäß funktioniert.

Abgesehen vom EU-Leerverkaufsverbot und dem Verbot, ungedeckte CDS auf Staatsschuldtitel zu erwerben, gilt generell das selbstregulatorische Prinzip, dass jedes Finanzinstrument eingesetzt oder gehandelt werden kann, sofern es am Markt angeboten und nachgefragt wird. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich forderte bereits 2009 in ihrem Jahresbericht eine Rezeptpflicht für riskante Finanzprodukte analog zur Zulassung neuer Arzneimittel.⁴⁹ Eine Zertifizierung könnte dabei auf Basis einer gesellschaftlichen Kosten- und Nutzenanalyse erfolgen. Es wird auch diskutiert, Finanzinstrumente, die komplex und opak sind und für die es keinen erkennbaren gesellschaftlichen Nutzen gibt, die aber hohe systemische Risiken in sich bergen, zu verbieten. Die systemischen Risiken, die mit Derivaten verbundene hohe Komplexität von Verschuldungskaskaden, welche die globale Verflechtung erhöhen sowie die Hebelwirkungen bestimmter derivativer Finanzprodukte werden in der akademischen Literatur sowie in internationalen Organisationen zunehmend analysiert.⁵⁰ Allerdings hinken die regulatorischen Antworten diesem Befund hinterher. So wurde der breit diskutierte Vorschlag einer Rezeptpflicht bislang nicht von der politischen und regulatorischen Ebene aufgegriffen.

Trennung von Investment- und Geschäftsbanking – Eingriff in die Marktstruktur: Die systemische Relevanz, die nicht nur eine Frage der Höhe der Bilanzsumme der Finanzinstitute, sondern auch eine der Verflechtung mit anderen Finanzinstituten ist, stellt ein Kernproblem des Finanzsystems dar. Die Regulierungsvorschläge in der EU reichen von Eigenkapitalzuschlägen für systemrelevante Banken über „*Living Wills*“ (Testamente), in denen die Finanzinstitute den Aufsehnern Pläne für eine geordnete Abwicklung vorlegen, bis hin zur Bankenrestrukturierungsgesetzgebung.

In den angelsächsischen Ländern spielt allerdings die Debatte um eine Trennung des Investmentbankenbereichs vom traditionellen Kommerzgeschäft bereits seit Krisenausbruch eine große Rolle, da in der im Jahr 1999 erfolgten Aufhebung des Glass-Steagall Act in den USA, der über Jahrzehnte ein Trennbankensystem festschrieb, eine der Ursachen für die Fehlentwicklung im Finanzsektor der Folgejahre gesehen wird. In den USA wurde mit dem Dodd-Frank Act, der im Juli 2010 beschlossen, aber noch nicht zur Gänze umgesetzt wurde, zwar nicht wieder das Trennban-

kensystem eingeführt, sondern eine abgeschwächte Form der sogenannten Volcker-Regel implementiert. Die Volcker-Regel verbietet beispielsweise Finanzinstituten, Eigenhandel zu betreiben. Die Regel wurde in modifizierter Form beschlossen, da zahlreiche Ausnahmen wirksam sind: Diese gelten für die Veranlagung der Banken in Hedgefonds und *Private Equity*-Fonds, für den Handel mit US-Staatsanleihen, und das Handelsverbot bezieht sich generell nur auf Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als 60 Tagen.

In Großbritannien schlug die Vickers-Kommission keine strikte Trennung, sondern eine Holdingkonstruktion vor, bei der die Tochterunternehmen der Holding rechtlich, wirtschaftlich und betrieblich voneinander getrennt sind, wobei Quersubventionen nicht möglich sein sollen.⁵¹ Eine dieser Tochtergesellschaften ist eine separierte Geschäftsbank, eine andere eine Investmentbank. Sollte Letztere in Schieflage geraten, könnte eine kontrollierte Insolvenz der nun abgeschirmten Investmentbank eingeleitet werden, ohne den Bestand der Geschäftsbank zu gefährden. Auch die OECD unterbreitete bereits 2009 einen ähnlichen Vorschlag, der auf eine Holdinglösung hinausläuft.⁵²

In Europa wurde mit dem Hinweis auf ein in Vorbereitung befindliches harmonisiertes EU-weites Bankenrestrukturierungsrecht die Problematik der Banken- und Marktstruktur lange Zeit vernachlässigt. Die systemische Relevanz verliere durch die Möglichkeit, Finanzinstitute geordnet und mit Gläubigerbeteiligung abwickeln zu können, an Bedeutung. Ob dies auf die globalen Finanzkonglomerate mit ihren durch Regulierungs- und Steuerarbitrage begünstigten komplexen und undurchsichtigen Unternehmensstrukturen zutrifft, die den operativen Möglichkeiten einer Abwicklungsbehörde Grenzen setzen, wird von manchen bezweifelt. So könnte argumentiert werden, dass erst eine Aufspaltung die reibungslose Anwendbarkeit der Restrukturierungs- und Abwicklungsmechanismen möglich macht. Obwohl etwa die deutschen Großbanken im Krisenjahr 2008 im Bereich Eigenhandel erhebliche Verluste zu verzeichnen hatten,⁵³ wurde die Frage der Marktstruktur im Bankenbereich über lange Zeit kaum problematisiert.

Der Verlust von JPMorgan im Handel mit Derivaten – Schätzungen über die Höhe des Verlustes variieren zwischen USD 2 und 9 Mrd.⁵⁴ – hat jedenfalls der Diskussion um eine Trennung zwischen klassischem Bankgeschäft und Investmentbanking neue Nahrung gegeben.⁵⁵

Als Reaktion auf den Vickers-Report und auf den Druck, den das Europäische Parlament in dieser Frage ausübte, berief die Europäische Kommission im Februar 2012 eine hochrangige Expertengruppe unter Leitung des Präsidenten der finnischen Zentralbank, Erkki Liikanen, ein, die unter anderem die Notwendigkeit von Eingriffen in die Bankenstruktur prüfen sollte. Der Bericht, der im Oktober 2012 vorgelegt wurde, empfiehlt, die ris-

kanten Geschäfte im Investmentbanking vom übrigen Teil der Bank zu trennen.⁵⁶ Die Trennung schließt auch eine getrennte Kapitalbasis ein, wobei beide Bereiche, wie beim Vorschlag der Vickers-Kommission, über eine Holdingkonstruktion verbunden sind. Damit soll erreicht werden, dass das Investmentbanking nicht mit Kundeneinlagen finanziert wird, ohne den Nutzen des Universalbankensystems, für die Kunden eine Vielzahl von Dienstleistungen anbieten zu können, aufgeben zu müssen. Zu den riskanten Geschäften zählen sowohl Eigenhandel als auch der Handel mit Wertpapieren und Derivaten im Kundenauftrag sowie Investitionen in Zweckgesellschaften. Die Aufspaltung wird allerdings erst nach dem Erreichen bestimmter Schwellenwerte wirksam. So soll beispielsweise die Trennung der Geschäftsbereiche und Zusammenfassung unter einer Holding erst dann in Betracht gezogen werden, wenn das Handelsbuch Vermögenswerte von mehr als 100 Mrd. Euro umfasst oder das Investmentbanking einen Anteil von 15 bis 25% der gesamten Bilanzsumme ausmacht. Ob diese Empfehlungen jemals in Legislativvorschläge der EK münden werden, ist offen. In Reaktion auf die Empfehlungen der HLEG wurden nicht nur die Schwellenwerte als zu niedrig kritisiert,⁵⁷ sondern auch die Widerstandsfähigkeit der Holdingkonstruktion für den Fall einer drohenden Schieflage des Investmentzweigs in Frage gestellt.⁵⁸ Weiters wurde das global unkoordinierte Vorgehen in der so wichtigen Frage der Markt- und Bankenstruktur problematisiert.⁵⁹ Eine global einheitliche regulatorische Antwort wird dabei gefordert.

4. Zur Historie der Regulierungsreform in der EU

Den Zeitraum zwischen dem Ausbruch der *Subprime*-Krise in den USA (August 2007) und der Lehman-Pleite im September 2008 ließ die Europäische Union verstreichen, ohne nennenswerte Regulierungsinitiativen zu setzen. Dies hängt zum einen mit einer verfehlten Krisenanalyse in dieser Zeit zusammen, die als Krisenursachen die zu expansive Geldpolitik in den USA, die fehlende Transparenz, insbesondere bei Hedgefonds sowie moralische Aspekte identifizierte.⁶⁰ Auch setzte sich die Auffassung durch, dass eine Regulierungsdiskussion die Finanzmärkte erst recht verunsichern würde. Erst unter dem Druck der G20, die im Herbst 2008 eine Reform-Agenda initiierte, begann die EU, diese abzuarbeiten, wobei erwähnt werden muss, dass einige in der G20 vertretene EU-Länder die G20-Agenda entscheidend in Richtung verstärkter Regulierung vorangetrieben haben.

Einige der Legislativvorschläge der Europäischen Kommission waren zunächst moderat und mussten in weiterer Folge laufend nachgebessert werden. Das Beispiel der Regulierung von Ratingagenturen, für die meh-

rere Anläufe unternommen wurden, ist hierbei exemplarisch. Ein anderes Beispiel ist die ab 2011 eingerichtete neue Aufsichtsarchitektur (European System of Financial Supervisors [ESFS] European Systemic Risk Board [ESRB]), die trotz erheblicher Schwächen wie beispielsweise fehlender Durchgriffsrechte, sicherlich einen Meilenstein in der neuen Regulierungsarchitektur in der EU darstellt. Eine frühe und rasche Umsetzung einer weitgehenderen Zentralisierung, wie sie jetzt mit der Europäischen Bankenunion geplant ist, und wie sie im Übrigen bereits in den 1990er-Jahren von zahlreichen ÖkonomInnen gefordert wurde,⁶¹ hätte vermutlich die Ausweitung der Krise in Griechenland auf die anderen Peripherieländer verhindern oder zumindest abschwächen können.⁶²

In der EU wurde angesichts der unzureichenden Kapitalisierung vieler europäischer Banken vor der Krise von Beginn an die neue Eigenkapitalregulierung durch Basel III als zentrales Instrument der Regulierungsreform gesehen, wobei die Stärkung der Resilienz des Bankensystems im Zuge künftiger Krisen im Vordergrund stand, aber auch das Bemühen, die Wirkungen des Finanzsystems auf die Kreditvergabe antizyklischer zu gestalten.

Erst später wurden weitere zentrale Regulierungsbereiche aufgegriffen. So setzte die Diskussion über die Notwendigkeit, Banken geordnet und mit Gläubigerbeteiligung abwickeln zu können, erst relativ spät ein, und die EK legte schließlich fünf Jahre nach Krisenausbruch, im Juni 2012, einen Legislativvorschlag zur Bankenrestrukturierung vor. Dieses zögerliche Vorgehen ist insofern bemerkenswert, als die fiskalischen Kosten der Bankenrettung – allein im Oktober 2008 und Oktober 2011 genehmigte die EK 37% des EU-BIP an staatlichen Beihilfemaßnahmen für Finanzinstitute⁶³ – in der öffentliche Debatte schon früh eine große Rolle spielten. Einige Länder, darunter das Vereinigte Königreich, Deutschland, Belgien, Irland und Schweden, haben daher im nationalen Alleingang eine Bankeninsolvenzgesetzgebung verabschiedet, ohne auf den Legislativvorschlag der EK zu warten.

Auch die kritische Diskussion über die Banken- und Marktstruktur und über systemische Risiken des Eigenhandels wurde in der EU erst vergleichsweise spät geführt. Während in Großbritannien der Vickers-Report, der eine moderate Form der Aufspaltung großer systemischer Banken empfahl, im September 2011 vorgelegt wurde und in den USA mit dem Dodd-Frank Act (Juli 2010) die legislative Grundlage für die Einführung der Volcker-Regel, die den Eigenhandel beschränkt, geschaffen wurde, liegt der von der EK beauftragte Bericht der Liikanen-Gruppe erst seit Oktober 2012 vor. Schließlich war es das Europäische Parlament, das hier den Druck auf die EK erhöhte, weitere, über Basel III hinausgehende Vorschläge zur Bankenregulierung zu prüfen.

Weitere Regulierungsaktivitäten zum Thema Schattenbankensystem,

das in der EU im Unterschied zu den USA seit Krisenausbruch weiter an Bedeutung gewonnen hat, sind erst im Konsultationsstadium. Einer der Gründe mag darin liegen, dass erst eine halbwegs zuverlässige Datenbasis aufgebaut werden musste, um dessen quantitative Bedeutung zu analysieren.

Ein Bereich, wo die EU global vorangegangen ist, ist die Frage der Besteuerung des Finanzsektors. Schweden war das erste Land, das bereits im Herbst 2008 eine Bankenabgabe, die einen Abwicklungsfonds speist, beschlossen hat; annähernd zehn weitere EU-Länder folgten diesem Beispiel. Allerdings ist bis heute keine Harmonisierung der Besteuerung gelungen.

Nachdem das EP und einige EU-Mitgliedstaaten den Druck auf die EK erhöht hatten, legte die EK im Oktober 2011 schließlich einen Legislativvorschlag für die Einführung einer Finanztransaktionssteuer (FTT) vor, im Februar 2013 folgte ein weiterer Vorschlag, der die Besteuerung für die 11 EU-Mitgliedstaaten, die sich dazu bereit erklärt hatten, präziserte. Während in früheren Studien der EK die FTT aus dem Blickwinkel der Effizienzmarkthypothese ausschließlich negativ bewertet wurde,⁶⁴ verwies sie im Richtlinienvorschlag erstmals auf positive Lenkungswirkungen dieser Steuer, indem sie regulatorische Initiativen sinnvoll ergänzte. Verhandlungen dazu dauern noch an.

5. Zusammenfassende Bewertung der Regulierungsinitiativen

Das Momentum der Regulierungsreform in der EU hat mit der Reform der neuen Aufsichtsarchitektur, wie zuletzt mit der geplanten Bankenunion, zweifelsohne in den letzten beiden Jahren an Dynamik gewonnen. Es wurde erkannt, dass eine funktionierende Bankenunion eine der vielen wesentlichen Voraussetzungen für die Lösung der Krise im Euroraum ist.

Darüber hinaus hat die EU in den letzten Jahren einen großen Teil der Reformagenda der G20 abgearbeitet. Ausgangspunkt der Bewertung dieser Reformen stellt die Frage dar, inwieweit die bereits implementierten, geplanten bzw. derzeit diskutierten Legislativ- bzw. Reforminitiativen in der Lage sind, die in Abschnitt 2 erläuterten Formen von Marktversagen im Finanzsystem zu korrigieren. Tabelle 4 gibt einen groben Überblick über die Regulierungsinitiativen, die den jeweiligen Formen von Marktversagen zugeordnet werden.

Die Regulierungsreform ist dabei auf jene Formen von Marktversagen konzentriert, die in den ersten Jahren nach Krisenausbruch in der akademischen Literatur breit diskutiert wurden, den *Leverage-Cycle* sowie das „*Too-Big-To-Fail*“-Problem. Eine wesentliche Rolle spielte in der Krisenli-

Tabelle 4: Regulierungsinitiativen in der EU

Formen von Marktversagen des Finanzsektors	Regulierungsinitiativen	Bewertung der Regulierungsinitiativen
1. Finanzsystem als Auslöser von Krisen		
Verschuldungszyklus (Leverage Cycle)	Makroprudentielle Instrumente (insbesondere antizyklische Kapitalpuffer lt. Basel III) Weitere Instrumente: <i>loan to value ratios</i> , <i>loan to deposit ratios</i>	Großer Reformfortschritt, aber Fokus der Regulierung auf Bankensystem: Gefahr der Migration von systemischem Risiko ins Schattenbankensystem
Vermögenspreisblasen (Irrational Exuberance Cycle)	Etwas höhere Eigenmittel für Handelsbuch Positionslimits für Handel in Rohstoffmärkten Finanztransaktionssteuer	Derzeit schwache Regulierung Weitgehende Dominanz der Theorie effizienter Finanzmärkte
2. Verschwendung von ökonomischen Ressourcen, globale Vernetzung, Komplexität		
„Too Big To Fail“	Kapitalzuschlag für systemrelevante Banken Bankenrestrukturierung (z. B. <i>Bail-in</i> -Instrumente) Eingriffe in die Marktstruktur (Liikanen-Bericht in EU bzw. Vickers-Report im VK) Regulierung des Schattenbankensystems	Großer Reformfortschritt, aber Fokus der Regulierung auf Bankensystem: Gefahr der Migration von systemischem Risiko ins Schattenbankensystem
Exzessive Renten	Regulierung der Managergehälter, Bankenabgaben Finanztransaktionssteuer	Schwache Form der Regulierung (z. B. keine absoluten Limits bei Managergehältern)
Störung der Intermediationsfunktion	Höhere Risikogewichtung (bis zu 150%) für Immobilienkredite, <i>Loan-to-Value-Ratios</i> .	An der grundsätzlichen Optimalität der Intermediationsfunktion des Bankensystems wird festgehalten.
3. Ineffiziente Verteilung von Risiken		
	<i>Central Counterparty Platforms</i> Datensammelstellen Leerverkaufsverbot sowie Verbot des Handels mit Kreditderivaten auf Staatsanleihen Selbstbehalt bei Verbriefungen und Wiederverbriefungen Finanztransaktionssteuern	Schwerpunkt der Regulierung liegt bei Erhöhung der Transparenz; weitgehende Dominanz des angelsächsischen Selbstregulierungssystems

teratur auch die geringe und unzureichende Eigenmittelausstattung der Finanzinstitute vor der Krise. Diese Schwachstellen wurden auch in den Regulierungsinitiativen als Erstes aufgegriffen. Dies verweist auf die große Bedeutung, welche die ökonomische Forschung über die Krisenursachen bei der Regulierungsreform einnimmt. Höhere Eigenmittelanforderungen sollen die Banken krisenfester machen.⁶⁵ Makroprudentielle Instrumente wie beispielsweise antizyklische Kapitalpuffer und die *Leverage-Ratio* sollen helfen, die Prozyklizität der Kreditvergabe abzuschwächen. Die Transparenz wird erhöht, indem Derivate über zentrale Plattformen gehandelt werden und Hedgefonds und Ratingagenturen strengeren

Transparenzanforderungen unterliegen. Höhere Kapitalzuschläge sollen die systemischen Risiken von großen Finanzinstituten einschränken; zunehmend werden Eingriffe in die Marktstruktur diskutiert.

Analysiert man die Reformen vor dem Hintergrund der verschiedenen Formen von Marktversagen des Finanzsektors (Tabelle 4), so zeigt sich, dass nicht alle Ausprägungen von Marktversagen in gleicher Weise berücksichtigt wurden. Dies wiederum reflektiert den engen Blickwinkel der ökonomischen Forschung auf die Krisenursachen. So fanden die negativen externen Effekte, die von exzessiven Renten, opaken derivativen Finanzinstrumenten sowie der Störung der Intermediationsfunktion ausgehen, durch neue Regulierungen nur wenig bzw. sehr spät Beachtung. Die Regulierungsreform ist in vielen Bereichen als ambitioniert zu bezeichnen, allerdings war sie von Anfang an auf die Regulierung des Bankensystems konzentriert. Dabei besteht die Gefahr, dass systemisches Risiko in das Schattenbankensystem verlagert wird. Auch wurde die zentrale Frage der Abwicklung und Restrukturierung von Banken relativ spät aufgegriffen. Der Umstand, dass die Reformen schrittweise und nicht gleichzeitig umgesetzt werden, hängt in erster Linie mit den komplexen Entscheidungsabläufen innerhalb der EU zusammen, allerdings auch damit, dass erst im Verlauf der Krise die Bereitschaft zu ambitionierten Reformen zugenommen hat.

Ein Meilenstein in der Regulierungsreform und ein Zeichen europäischer Handlungs-, Integrations- und Kooperationsbereitschaft ist die unter dem Druck der Krise etablierte neue Aufsichtsarchitektur, insbesondere die Bankenaufsicht durch die EZB sowie Pläne für eine EU-Abwicklungsbehörde und einen Abwicklungsfonds. Die Durchgriffsmöglichkeiten der EZB im Rahmen der mikro- und makroprudenziellen Aufsicht werden das systemische Risiko zweifelsohne reduzieren. Offene Fragen der Marktstruktur und der optimalen Größe von Finanzinstituten werden vermutlich in Zukunft noch intensiver diskutiert werden, ebenso die Regulierung von Schattenbanken.

Anmerkungen

- ¹ Palley (2009).
- ² Friedman (2009).
- ³ Schuberth (2013).
- ⁴ Zur Rolle der Ungleichheit als strukturelle Ursache der Finanzkrise siehe zum Beispiel Rajan (2010).
- ⁵ Siehe zum Beispiel Levine (2010) und Mooslechner et al. (2006).
- ⁶ Warwick Commission (2009).
- ⁷ Lloyd (2010).
- ⁸ Siehe zum Beispiel Lloyd (2010) und Gonzales und Schipke (2011).
- ⁹ Gärtner und Griesbach (2010).
- ¹⁰ Das et al. (2012).

- ¹¹ Vgl. Haldane (2009).
Im Jahresbericht 2007 von AIG ist Folgendes zu lesen: „... approximately \$ 379 billion ... of the \$ 527 billion in notional exposure of AIGFP's super senior credit default swap portfolio as of December 31, 2007 represents derivatives written, for financial institutions, principally in Europe, for the purpose of providing them with regulatory capital relief rather than risk mitigation.“
- ¹² Z. B. Allen und Gale (2000).
- ¹³ Adrian und Shin (2009).
- ¹⁴ Tobin (1984).
- ¹⁵ Philippon und Reshef (2009).
- ¹⁶ Rajan (2010).
- ¹⁷ Turner (2010).
- ¹⁸ Boot und Ratnovski (2012).
- ¹⁹ Brunnermeier et al. (2012).
- ²⁰ Philippon (2007).
- ²¹ Haldane (2010).
- ²² Schuberth (2013).
- ²³ Washington (November 2008), London (April 2009), Pittsburgh (September 2009), Toronto (Juni 2010), Seoul (November 2010), Cannes (November 2011), Los Cabos (Juni 2012), Sankt Petersburg (September 2013). Zur Umsetzung der G20 Vorhaben auf EU-Ebene siehe Dullien (2012).
- ²⁴ G20 (2009) 3.
- ²⁵ De Larosiere (2009).
- ²⁶ Ratingagenturen können aufatmen. Handelsblatt, 15.11.2011.
<http://www.handelsblatt.com/politik/international/eu-regeln-ratingagenturen-koennen-aufatmen/5838976.html>.
- ²⁷ Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012.
- ²⁸ Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC.
- ²⁹ Zusätzlich sieht CRD IV vor, dass für systemisch relevante globale Finanzinstitute ab 2016 ein zusätzlicher Kapitalpuffer zwischen 1 und 3,5% der risikogewichteten Aktiva auferlegt werden muss.
- ³⁰ Schäfer (2011).
- ³¹ Die strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio) soll Banken verpflichten, für stabile Finanzierungsquellen zu sorgen. Sie ist definiert als das Verhältnis zwischen dem verfügbaren stabil refinanzierten Betrag und jenem Betrag, für den eine stabile Refinanzierung erforderlich ist. Die Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio) misst das Verhältnis des Bestands erstklassig eingestufte Aktiva zum gesamten Nettoabfluss der nächste 30 Tage. Beide Kenngrößen müssen 100% übersteigen.
- ³² Im November 2011 veröffentlichte der Financial Stability Board eine Liste von 29 globalen systemrelevanten Banken (G-SIFIs), die Abwicklungspläne für den Fall einer Insolvenz erstellen müssen. Darüber hinaus müssen sie einen zusätzlichen Eigenkapitalpuffer von bis zu potenziell 3,5% der risikogewichteten Aktiva vorhalten. (FSB, 2011).
- ³³ Europäische Kommission (2012).
- ³⁴ Rat der Europäischen Union (2013).
- ³⁵ Europäische Kommission (2012).
- ³⁶ Europäische Kommission (2013).

- ³⁷ Sachverständigenrat (2013).
- ³⁸ European Commission (2011).
- ³⁹ Zwölf der EU-27-Länder heben derzeit eine Finanztransaktionssteuer (Transfersteuern und Stempelabgaben) ein. Zahlreiche Ausnahmen bzgl. Steuersubjekte sowie der Umstand, dass lediglich bestimmte Segmente des Marktes und in der Regel ausschließlich Spot-Transaktionen besteuert werden, führen jedoch dazu, dass – mit Ausnahme Großbritanniens – das Steueraufkommen sehr gering ist. Demgegenüber intendieren zahlreiche Vorschläge eine (global) bzw. EU-weit harmonisierte Finanztransaktionssteuer. Damit würde nicht nur ein hohes Steueraufkommen generiert, auch Ausweichreaktionen (Substitution durch nicht besteuerte Vermögenswerte, Verlagerung auf andere Finanzplätze, die nicht der Steuer unterliegen) würden minimiert.
- ⁴⁰ Europäische Kommission (2013).
- ⁴¹ Als weiteres Ziel einer Bankenabgabe lassen sich – in Abhängigkeit von der Ausgestaltung und Definition der Bemessungsgrundlage – Lenkungseffekte anführen, durch die volkswirtschaftlich erwünschte Finanzierungsinstrumente steuerlich begünstigt werden. Indirekt wird damit auch die systemische Finanzmarktstabilität gefördert.
- ⁴² Im Zuge der Umsetzung der 6. Umsatzsteuerrichtlinie im Jahr 1977 wurden zahlreiche Finanzdienstleistungen (inklusive Versicherungen und Fonds) von der USt-Pflicht ausgenommen. Die Ausnahmen sind in Artikel 135 (1) spezifiziert. Allerdings sind die Finanzinstitute auch nicht berechtigt, einen Vorsteuerabzug bei den Inputs geltend zu machen.
- ⁴³ IMF (2010b).
- ⁴⁴ FSB (2012a).
- ⁴⁵ FSB (2012b).
- ⁴⁶ Beim Wertpapierpensions- oder Repo-Geschäft handelt es sich um eine Art besicherter Kredite, wobei der Verleiher von Wertpapieren (Bank) diese als Sicherheit bei einem Kreditgeber (z. B. Geldmarktfonds) hinterlegt. Die Repo-Märkte sind vor der Krise stark gewachsen. Zwei Drittel der Repo-Geschäfte haben eine Laufzeit von höchstens 1 Monat (Hördahl und King, 2008). Diese Geschäfte sind mit systemischen Risiken verbunden, weil sie zum raschen Aufbau von *Leverage* (Hebelwirkung) des Gesamtsystems und zu erhöhter Fristentransformation (Vergabe langfristiger Kredite gegen Hereinnahme kurzfristiger Liquidität) beitragen.
- ⁴⁷ EK (2012).
- ⁴⁸ Mit sogenannten Leerverkäufen können Anleger an fallenden Kursen bei bestimmten Wertpapieren verdienen. Dabei leihen sich vor allem Großanleger wie Banken und Hedgefonds beispielsweise eine Aktie und verkaufen sie sofort wieder. Später kaufen sie diese Aktien wieder und geben sie an den Verleiher, zum Beispiel Versicherer, zuzüglich einer Gebühr zurück. Wenn in dieser Zeit der Aktienkurs gefallen ist, macht der Leerverkäufer einen Gewinn. Leerverkäufe sind somit ein Instrument, mit dem Marktteilnehmer wie Hedgefonds auf fallende Kurse wetten können.
- ⁴⁹ BIZ (2009).
- ⁵⁰ Z. B. Atkinson und Blundell-Wignall (2011).
- ⁵¹ Independent Commission on Banking (2011).
- ⁵² Blundell-Wignall et al. (2009).
- ⁵³ Deutsche Bundesbank (2009).
- ⁵⁴ Vgl. JPMorgan Trading Loss May Reach \$ 9 Billion. New York Times, June 28, 2012. <http://dealbook.nytimes.com/2012/06/28/jpmorgan-trading-loss-may-reach-9-billion/>.
- ⁵⁵ So haben einige Proponenten der Aufhebung des Glass-Steagall-Gesetzes, das die in den 1930er-Jahren erfolgte Trennung des Investment vom traditionellen Bankgeschäft im Jahr 1999 wieder rückgängig machte, ihre Position geändert. Als Beispiele seien hier Sandy Weill, ehemaliger CEO der Citygroup, sowie Luigi Zingales, Professor an der

- University of Chicago Booth School of Business, angeführt. Weill: „Wir sollten vermutlich Folgendes tun: Investmentbanking vom klassischen Bankbetrieb trennen, Banken auf das Einlagengeschäft, Geschäfts- und Immobilienkredite spezialisieren und sie dazu bewegen, nicht länger Steuergelder aufs Spiel zu setzen und damit zu groß zum Scheitern zu werden.“ 25. Juli 2012, CNBC. Zingales: „Ich habe meine Einstellung in den letzten Jahren überdacht und bin mittlerweile für die zwangsweise Trennung.“ 10. Juni 2012, Financial Times.
- ⁵⁶ HLEG (2012).
- ⁵⁷ Finance Watch (2012).
- ⁵⁸ Diese Problematik wird selbst im Liikanen Bericht angesprochen: „The significant risks of the separated or stand-alone trading entities warrant a robust capital rules to control the risk posed to the parent group and financial system as a whole.“ (HLEG 2012, p. viii.)
- ⁵⁹ Siehe z. B. Kodres (2012).
- ⁶⁰ Schuberth (2008).
- ⁶¹ Z. B. Eichengreen (1993); Obstfeld (1999).
- ⁶² Schließlich war es die enge Verschränkung von Risiken des nationalen Bankensystems mit jenen von Staaten, die die ohnehin schwächsten Glieder der Währungsunion besonders getroffen haben. Gerät ein Bankensystem eines Landes in Schwierigkeiten, steigen automatisch die Risikoprämien auf die Staatsanleihen, da die Finanzmarktakteure ein Bailout antizipieren. Die frühe Einrichtung einer Bankenunion (in Verbindung mit einem Insolvenzrecht für Banken) hätte bedeutet, dass die Beaufsichtigung und Kapitalisierung unterkapitalisierter Finanzinstitute nicht primär über die nationalen Budgets, sondern über einen EU-Fonds erfolgen hätte können.
- ⁶³ Europäische Kommission. Neue Krisenmanagement-Maßnahmen zur Vermeidung künftiger Bankenrettungen. Pressemitteilung, 6. Juni 2012.
- ⁶⁴ European Commission (2010).
- ⁶⁵ Einige ÖkonomInnen kritisieren, dass Basel III die strukturellen krisenverschärfenden, weil prozyklischen Elemente von Basel II nicht beseitigt, sondern lediglich abschwächt. So seien die nun vorgeschriebenen Werte für die Eigenkapitalunterlegung zu niedrig. Manche plädieren gar für eine Größenordnung von 20 bis 30% der ungewichteten Aktiva. (Admati et al., 2012).

Literatur

- Admati, Anat R.; DeMarzo, Peter M.; Hellwig, Martin F.; Pfleiderer, Paul C., Debt Overhang and Capital Regulation (= Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 114, Stanford 2012; MPI Collective Goods Preprint, No. 2012/5); <http://ssrn.com/abstract=2031204> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2031204>.
- Adrian, Tobias; Shin, Hyun S., Liquidity and Leverage (= FRB of New York Staff Report #328, New York 2009).
- Allen, Franklin; Gale, Douglas, Comparing Financial Systems (Cambridge, MA, 2000).
- Atkinson, Paul; Blundell-Wignall, Adrian, Global SIFIs, Derivatives and Financial Stability, in: OECD Financial Market Trends 1 (2011).
- Bank for International Settlement, 79th Annual Report (Genf 2009); <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e7.pdf>.
- Blundell-Wignall, Adrian; Wehinger, Gert; Slovik, Patrick, The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do, in: OECD Financial Market Trends 2 (2009) 19-23.
- Boot, Arnoud; Ratnovski, Lev, Banking and Trading (= IMF Working Paper 12/238, Washington, D. C., 2012).

- Braude, Kobi; Eckstein, Zvi; Fischer, Stanley; Flug, Karnit (Hrsg.), *The Great Recession* (Cambridge, MA, 2013).
- Braude, Kobi; Eckstein, Zvi; Fischer, Stanley; Flug, Karnit, *Tax Policies and Financial Stability – Lessons from the Crisis*, in: dies. (Hrsg., 2013).
- Brunnermeier, Markus K.; Dong, G. Nathan; Palia, Darius, *Banks' Non-Interest Income and Systemic Risk* (= AFA 2012 Chicago Meetings Paper, Chicago 2012); <http://ssrn.com/abstract=1786738> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1786738>.
- Committee of European Banking Supervisors (CEBS), *Guidelines on Remuneration Policies and Practices* (London 2010); <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/106961/Guidelines.pdf>.
- Das, Sonali; Sy, Amadou N. R., *How Risky are Banks' Risk Weighted Assets? Evidence from the Financial Crisis* (= IMF Working Paper No. 12/36, Washington, D. C., 2012).
- De Larosière, Jaques, *Report of the High Level Group of Supervision in der EU* (Brüssel 2009); http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_de.pdf.
- Deutsche Bundesbank, *Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2008*, in: *Monatsbericht* 9 (2009) 37-55.
- Dullien, Sebastian, *Anspruch und Wirklichkeit der Finanzmarktreform: Welche G20-Verprechen wurden umgesetzt? Bewertung der Politikmaßnahmen nach der Finanzkrise 2008/9.* (= IMK Study 26, Düsseldorf 2012); http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_study_26_2012.pdf.
- EC, European Commission, *Innovative Financing at a Global Level* (= Commission Staff Working Document SEC [2010] 409 final; Brüssel 2010); http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/international/documents/innovative_financing_global_level_sec2010_409en.pdf.
- EC, European Commission, *Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax amending Directive 2008/7/EC* (= COM [2011] 594 final, Brüssel 2011).
- Eichengreen, Barry, *European Monetary Unification*, in: *Journal of Economic Literature* 31 (1993) 1321-57.
- Euro-Gruppe, *ESM direct bank recapitalisation instrument – Main features of the operational framework and way forward* (Luxemburg 2013); <http://www.eurozone.europa.eu/media/436873/20130621-ESM-direct-recaps-main-features.pdf>.
- Europäische Kommission, *Grünbuch Schattenbankwesen* (= COM [2012] 102 final, Brüssel 2012); http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_de.pdf.
- Europäische Kommission, *Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde) hinsichtlich ihrer Wechselwirkungen mit der Verordnung (EU) Nr. .../... des Rates zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank* (= COM (2012) 512, Brüssel 2012a); <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0512:FIN:DE:PDF>.
- Europäische Kommission, *Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinien 77/91/EWG und 82/891/EG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG und 2011/35/EG sowie der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010* (= COM [2012] 280, Brüssel 2012b); http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/crisis-management/2012_eu_framework/COM_2012_280_de.pdf.
- Europäische Kommission, *Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über die Umsetzung einer verstärkten Zusammenarbeit im Bereich der Finanztransaktionssteuer* (= COM [2013] 71 final, Brüssel 2013); http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/com_2013_71_de.pdf.

- Europäische Kommission, Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council establishing uniform rules and a uniform procedure for the resolution of credit institutions and certain investment firms in the framework of a Single Resolution Mechanism and a Single Bank Resolution Fund and amending Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council (= COM [2013] 512, Brüssel 2013a); <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0512:FIN:DE:PDF>.
- Europäisches Parlament, Europäischer Rat, Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (= ABL L 302 vom 17.11.2009, Brüssel 2009).
- Europäisches Parlament, Europäischer Rat, Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (Brüssel 2012).
- Europäisches Parlament, Europäischer Rat, Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Mai 2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 (Brüssel 2011).
- Finance Watch, Answer to the public consultation from the European Commission on the Liikanen report (13. November 2012); http://www.finance-watch.org/wp-content/uploads/2012/11/12.11.13_Answer_to_EC_Consult_SENT.pdf.
- Financial Stability Board, Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions (4. November 2011); http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104bb.pdf.
- Financial Stability Board, Global Shadow Banking Monitoring Report 2012 (18. November 2012); http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118c.pdf.
- Financial Stability Board, Consultative Document. Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities (18. November 2012a); http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118a.pdf.
- Financial Stability Board, Consultative Document. Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. A Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos (18. November 2012b); http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118b.pdf.
- Friedman, Benjamin, Overmighty Finance Levies a Tithe on Growth, in: Financial Times (26.8.2009).
- G20, Declaration on Strengthening the Financial System – London Summit (London, 2. April 2009); http://www.g20.org/Documents/Fin_Deps_Fin_Reg_Annex_020409_-_1615_final.pdf; <http://www.g20.org/Statement/>.
- Gärtner, Manfred; Griesbach, Björn, Rating agencies, self-fulfilling prophecy and multiple equilibria? An empirical model of the European sovereign debt crisis 2009-2011 (= Discussion paper, School of Economics and Political Science, Universität St. Gallen, St. Gallen 2012); <http://ideas.repec.org/p/usg/econwp/201215.html>.
- Gonzales, Maria; Schipke, Alfred, Bankers on the Beach, in: Finance & Development (Juni 2011); <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/06/Gonzalez.htm>.
- Haldane, Andrew G., Rethinking the financial network (= Speech, Financial Student Association, 28. April 2009).
- Haldane, Andrew G., The Contribution of the Financial Sector. Miracle or Mirage? (= Speech held at the Future of Finance Conference, London, 14. Juli 2010).
- HLEG (High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector), Final Report (Brüssel 2012); http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf.
- Hördahl, Peter; King, Michael R., Die Repo-Märkte während der Finanzmarkturbulenzen (= BIZ Quartalsbericht, Dezember 2008); http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0812e_de.pdf.

- http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_de.pdf.
- <http://voxeu.org/article/not-making-grade-report-card-global-financial-reform>.
- IMF (International Monetary Fund), A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector (= Report to the G20, Washington, D. C., 2010a).
- IMF (International Monetary Fund), Financial sector taxation. The IMF's report to the G-20 and background material (Washington, D. C., 2010b).
- Independent Commission on Banking, Final Report, Recommendations (London, September 2011); <http://bankingcommission.independent.gov.uk/>.
- Jeanne, Olivier; Korinek, Anton, Managing credit booms and busts: A Pigouvian taxation perspective (= Discussion paper 8015, CEPR, Washington, D. C., 2010).
- Kodres, Laura, Not making the grade: Report card on global financial reform, in: VOXEU.org (15.10. 2012).
- Levine, Ross, The governance of financial regulation: Reform lessons from the recent crisis (= Working paper 329, BIS, Basel 2010).
- Lloyd, Goeff, Moving beyond the crisis – Strengthening understanding of how tax policies affect the soundness of financial markets (= mimeo, Centre for Tax Policy and Administration, OECD, Paris 2010).
- Minsky, Hyman, Securitisation (= Policy Note #2/2008, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY, 2008).
- Mooslechner, Peter; Schuberth, Helene; Weber, Beat, The Political Economy of Financial Market Regulation: The Dynamics of Inclusion and Exclusion (Cheltenham 2006).
- Obstfeld, Maurice, EMU: Ready, or Not? (= NBER Working Paper No. w6682, Washington, D. C., 1999).
- Palley, Thomas, The Limits of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis (= IMK Working Paper 11-2009, Düsseldorf 2009).
- Philippon, Thomas, Why Has the U.S. Financial Sector Grown so Much? The Role of Corporate Finance (= NBER Working Paper 13405, Washington, D. C., 2007).
- Philippon, Thomas, Financiers vs. Engineers: Should the Financial Sector Be Taxed or Subsidized? (= NBER Working Paper #13560, Washington, D. C., 2007).
- Philippon, Thomas; Reshef, Ariell, Wages and human capital in the U.S. financial industry: 1909-2006 (= Working Paper 14644, NBER, Cambridge, MA, 2009).
- Rajan, Raghuram G., Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy (Princeton, NJ, 2010).
- Rat der Europäischen Union, Vermerk des Generalsekretariats des Rates für die Delegationen betreffend Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinien 77/91/EWG und 82/891/EG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG und 2011/35/EG sowie der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 – Allgemeine Ausrichtung, Interinstitutionelles Dossier (= 2012/0150 (COD), Brüssel 2013).
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2013/14 (Berlin 2013).
- Schäfer, Dorothea, Leverage Ratio ist das bessere Risikomaß, in: Wochenbericht des DIW Berlin 46 (2011) 11-17.
- Schuberth, Helene, Ist der Finanzmarkt ein Jahrmarkt?, in: Die Presse (1.4.2008).
- Schuberth, Helene, (2013). Tax Policies and Financial Stability – Lessons from the Crisis, in: Braude et al. (Hrsg., 2013).
- Slemrod, Joel; Shaviro, Daniel; Shackelford, Douglas, Taxation and the financial sector, in: National Tax Journal 63 (2010) 781-806.
- Tobin, James, On the Efficiency of the Financial System, in: Lloyd's Bank Review (1984).
- Turner, Adair, What do banks do? What should they do? Why do credit booms and busts

occur and what can public policy do about it?, in: Turner, Adair; et al. (Hrsg.), *The Future of Finance: The LSE Report* (London School of Economics and Political Science, London 2010) 5-86.

Veron, Nicolas, *EU Financial regulatory reform: a status report* (= Bruegel Policy Contribution, Issue 2010/11, Brüssel 2010).

Warwick Commission, *The Warwick Commission on International Financial Reform: In Praise of Uneven Playing Fields* (The University of Warwick, Warwick 2009).

Weder di Mauro, Beatrice, *Taxing systemic risk: Proposal for a systemic risk charge and a systemic risk fund* (= mimeo, Universität Mainz, Mainz 2010).

Zusammenfassung

Fünf Jahre nach der Lehman-Pleite haben viele BeobachterInnen den Eindruck, dass sich an den Funktionsmechanismen des Finanzsystems wenig geändert hat. Wie verträgt sich dies mit dem Umstand, dass seither zahlreiche Reformen umgesetzt wurden? Der Beitrag gibt einen Überblick über Historie und Substanz der Regulierungsreform in der EU und versucht diese in Hinblick darauf zu bewerten, ob sie in der Lage ist, die zahlreichen Formen von Marktversagen, die vom Finanzsektor ausgehen, abzuschwächen oder zu beseitigen. Die Reformen konzentrieren sich dabei auf jene Formen von Marktversagen, die auch in der akademischen Literatur breit diskutiert wurden, nämlich auf den „*Leverage Cycle*“ und auf die „*Too-Big-To-Fail*“-Problematik. Zu wenig Beachtung fanden bislang Instrumente und Maßnahmen, die der Internalisierung der negativen externen Effekte, die von exzessiven Renten, opaken derivativen Finanzinstrumenten sowie von der Störung der Intermediationsfunktion des Bankensystems ausgehen. Schließlich wurde relativ spät die zentrale Frage der Restrukturierung und Abwicklung von Banken in Angriff genommen.

Ein Meilenstein in der Regulierungsreform stellt die unter dem Druck der Krise des Euro-raums vorangetriebene Reform der Bankenaufsicht dar. Die Zentralisierung der Bankenaufsicht sollte, in Kombination mit Abwicklungsmechanismen, das systemische Risiko reduzieren.