

Auszug aus dem Jahresgutachten 2009/10

**Lehren aus der Krise und Handlungsbedarf**

( Ziffern 187 bis 197 )

werden, unter Einsatz der Instrumente des SoFFin oder mit Risikübernahmen durch den Deutschlandfonds.

**185.** Grundsätzlich könnte das Konsolidierungsmodell zur Bereinigung der Bilanzen beitragen. Allerdings besteht dabei die Gefahr, dass zu wenige risikobehaftete Positionen oder Geschäftsbereiche ausgelagert werden. Dies ist vor allem deshalb zu erwarten, weil die Auslagerungsentscheidung den Eigentümern der Landesbanken selbst überlassen wird. Es besteht ein Anreiz, nur wenige Teilbereiche auszulagern, auf eine rasche Markterholung zu spekulieren und möglichst große Geschäftsbereiche weiter zu betreiben. Damit könnte das Modell letztlich die bestehenden Strukturen weiter erhalten und die notwendige **Restrukturierung** weiter hinaus zögern. Im Prinzip könnte der SoFFin hier einwirken, aber an dieser Stelle offenbart sich die **Fehlkonstruktion** des Konsolidierungsmodells, das in letzter Minute das Schlupfloch für die Länder wieder geöffnet und neben den bundeseigenen auch landesrechtliche Abwicklungsanstalten zugelassen hat. Im Rahmen des SoFFin hätte die einmalige Chance bestanden, eine gemeinsame Lösung für die Landesbanken zu finden. Dies wird der Europäischen Kommission, an die die Restrukturierung nunmehr weitgehend delegiert wurde, jedoch ebenfalls nicht gelingen, da sie im Rahmen von Beihilfverfahren nur den Einzelfall und nicht alle Landesbanken gemeinsam behandeln kann. Die nur zögerliche und partielle Restrukturierung, die durch die Europäische Kommission erwirkt wird, zeigt sich bei der Abspaltung von Unternehmensteilen in den Fällen der WestLB, HSH Nordbank und BayernLB. Mit dem Konsolidierungsbankmodell ist der Bund demnach gescheitert. Er hat hier nicht die Kraft besessen, die Gelegenheit zur Gesamtlösung bei der Restrukturierung der Landesbanken zu nutzen. Vielmehr hat er den Ländern erlaubt, ihre Landesbanken zum wiederholten Male vor einer umfassenden Neuordnung zu schützen, und damit die Gefahr erhöht, dass Banken ohne zukunftsfähige Geschäftsmodelle dennoch weiter bestehen.

**186.** Die Politik hat mit dem Zweckgesellschafts- und Konsolidierungsmodell in kurzer Zeit zwei Konzepte geschaffen, die in ihrem Grundsatz in die richtige Richtung zielen, allerdings mit Defiziten behaftet sind. Somit können beide Modelle das gesetzte Ziel der vollständigen Bereinigung der Bankbilanzen sowie die Schaffung von gesunden Banken mit nachhaltigen Geschäftsmodellen nicht erfüllen. Noch immer sind viele Banken in Geschäftsbereichen engagiert, die in Zukunft hohe Risiken in sich bergen. Insofern stellt das Konsolidierungsmodell generell die bessere Lösung dar, weil damit die notwendigen tiefgreifenden Restrukturierungen der Banken zielführender umgesetzt werden könnten. Was allerdings fehlt, ist die verpflichtende Ausgestaltung des Konzepts.

## II. Lehren aus der Krise und Handlungsbedarf

### 1. Verbleibende Herausforderungen zur Bewältigung der aktuellen Krise

**187.** Ein erfolgreiches Krisenmanagement zeichnet sich neben der Eindämmung von Ansteckungseffekten durch eine zügige und dauerhafte Bereinigung der Bankbilanzen sowie durch eine Restrukturierung der Institute aus, deren Geschäftsmodell sich als nicht tragfähig erwiesen hat. In diesen Bereichen wies das bisherige Krisenmanagement in Deutschland erhebliche Defizite auf. Die Sorge, die sich andeutende konjunkturelle Erholung könne durch eine auf-

kommende Kreditklemme gefährdet sein (Ziffern 83 ff.), ist letztlich Ausdruck dieser Defizite. Es besteht die Gefahr, dass sich eine „**japanische Krankheit**“ herausbildet, bei der die Kreditvergabe weiter eingeschränkt wird, da Banken Eigenkapital für die noch anstehenden Verluste vorhalten.

Auf dem Gebiet der Finanzmärkte versteht man unter dem Begriff „japanische Krankheit“ eine Entwicklung, wie sie in Japan während der Bankenkrise in den 1990er-Jahren zu beobachten war (Kanaya und Woo, 2000). Dort hatten sich schon zu Beginn des Jahrzehnts deutliche Probleme im Bankensektor gezeigt. Die Finanzinstitute und Aufsichtsbehörden zögerten jedoch, die auflaufenden Verluste zu realisieren und mit neuem Eigenkapital zu kompensieren, unter anderem in der Hoffnung, ein ausgeprägter Aufschwung würde die bestehenden Probleme von selbst lösen. Entscheidend für die unterlassene Bereinigung waren jedoch Anreizverzerrungen innerhalb der Finanzinstitute sowie das allzu zögerliche Vorgehen der staatlichen Instanzen. Wie in der US-amerikanischen Sparkassenkrise versuchten die Finanzinstitute, sich mittels besonders riskanter Geschäfte zu sanieren. Erst im Jahr 1994, mehrere Jahre nach Auftreten der ersten Probleme, kam es zu Schließungen von Finanzinstituten. Dennoch scheuten sich die Aufsichtsbehörden noch weitere sieben Jahre vor einer umfassenden Restrukturierung und setzten stattdessen auf bilanzielle Erleichterungen und auf die Hoffnung, die Banken würden die stillen Lasten über die Zeit absorbieren können. Die Folge war eine lang anhaltende Unterversorgung der Realwirtschaft mit Finanzmitteln und ein verlorenes Jahrzehnt für die japanische Wirtschaft.

**188.** Um die Herausbildung einer solchen „japanischen Krankheit“ in Deutschland zu vermeiden, muss die Restrukturierung und Rekapitalisierung der Banken nun konsequent vorangetrieben werden. Dazu muss der Staat aktiv unterkapitalisierte Finanzinstitute identifizieren und konsequent restrukturieren. Banken mit mangelnder Eigenkapitalausstattung müssen einem größeren Druck zur **Auslagerung von Altlasten** und zur Durchführung von **Rekapitalisierungen** unterworfen werden. Wenn sie nicht in der Lage sind, Eigenmittel am Markt aufzunehmen, müsste dies durch den SoFFin geschehen. Banken ohne tragfähiges Geschäftsmodell müssen restrukturiert und bei Bedarf abgewickelt werden.

**189.** Als Katalysator eines solchen entschiedenen Umgangs mit notleidenden Instituten können umfassende **Stress-Tests** dienen. In einem ersten Schritt müssen hierbei die erwarteten Verluste aus Altlasten in den Bilanzen ermittelt und in einer simulierten Gewinn- und Verlustrechnung realisiert werden. In einem zweiten Schritt wird dann überprüft, welche Eigenkapitalbelastungen durch die Verschlechterung der Kreditqualität im Zuge der realwirtschaftlichen Krise zu erwarten sind. Entscheidende Stellschrauben bei der Ermittlung der Eigenkapitalausstattung sind somit die Annahmen bezüglich der Werthaltigkeit verbleibender toxischer Vermögensbestände, der Nachhaltigkeit der konjunkturellen Entwicklung sowie der Auswirkungen einer realwirtschaftlichen Abschwächung auf die Kreditqualität. Letztere wird üblicherweise auf Basis des in der Vergangenheit beobachteten Zusammenhangs zwischen Konjunkturentwicklung, internen und externen Ratings als Maß für die Kreditausfallwahrscheinlichkeiten und Eigenkapital ermittelt. Um der Funktion des Eigenkapitals als Puffer Rechnung zu tragen, sind in allen drei Bereichen möglichst konservative Annahmen zu treffen.

Als Mittel zur Quantifizierung des Eigenkapitalbedarfs gehören Stress-Tests schon seit einigen Jahren zum Standard-Instrumentarium von Banken und Aufsichtsbehörden. Auch in der aktuellen Krise wurden sie intensiv zur Ermittlung von Risiken eingesetzt. Die bisherige Herangehensweise weist jedoch zwei erhebliche Schwächen auf:

- Stress-Tests wurden lediglich als **Kontrollinstrument** eingesetzt. Vor der Durchführung der Überprüfung muss jedoch eine klare Grenze vorgegeben werden, etwa für die Kernkapitalquote. Unterschreitet eine Bank diese Grenze, muss ein Zwang zu einer Gesundung ausgeübt werden, damit diese mit einer ausreichenden Eigenkapitalbasis der Realwirtschaft wieder Kredite zur Verfügung stellen kann. Ein Institut, das im Stress-Test ein zu geringes Eigenkapitalpolster aufweist, muss angewiesen werden, in einer kurzen Frist von privater Seite frisches Kapital aufzunehmen oder die Auslagerungs- und Rekapitalisierungsmodelle des SoFFin zu nutzen.
- Annahmen und Ergebnisse der Tests wurden **nicht transparent** gemacht. Transparenz ist jedoch von entscheidender Bedeutung, da nur eine Veröffentlichung Erwartungssicherheit bezüglich der Situation einzelner Institute mit sich bringt und die Selbstbindung der Behörden ermöglicht.

Ein Beispiel für Schwächen bei der Durchführung von Stress-Tests sind die im Sommer 2009 auf EU-Ebene durch das Committee of European Banking Supervisors (CEBS) durchgeführten Tests, deren Resultate nur aggregiert, das heißt nicht institutsbezogen, veröffentlicht wurden. Zudem wurden lediglich 22 europäische Banken in die Stichprobe einbezogen. Besser wäre es gewesen, alle systemisch relevanten Institute zu überprüfen und von vornherein klarzustellen, welche Konsequenzen eine Unterkapitalisierung nach sich ziehen würde. Solche Stress-Tests hatte der Sachverständigenrat zusammen mit Mitgliedern des Conseil d'analyse économique gefordert (Presseerklärung vom 1. Juni 2009). Ein weiteres Beispiel stellen die in den Vereinigten Staaten durchgeführten Stress-Tests dar, die – im Gegensatz zu den europäischen – die beiden Prinzipien verfolgten und damit deutlich bessere Ergebnisse erzielten.

Die konsequente Durchführung von Stress-Tests hat entscheidend dazu beigetragen, das Vertrauen in die US-amerikanischen Finanzinstitute zu erhöhen. Die vier US-amerikanischen Aufsichtsbehörden hatten im Frühjahr 2009 gemeinsam eine außerordentliche Prüfung der 19 wichtigsten Institute, das Supervisory Capital Assessment Program (SCAP), angekündigt. Das SCAP sollte von strengeren Annahmen ausgehen als normale Solvenztests. Außerordentlich war aber die Ankündigung, dass die Resultate für jedes Institut publik gemacht würden. Dies wurde mit einem Zeitplan verbunden, der festlegte, bis wann Institute mit Defiziten diese zu beheben hätten. Im Juni 2009 wurden schließlich die Resultate der Tests veröffentlicht. Zwei Institute wurden angewiesen, die festgestellten Kapitallücken zu schließen, was diesen auch unmittelbar über private Kapitalzufuhr gelang. Die US-amerikanischen Stress-Tests blieben nicht unumstritten, insbesondere die betroffenen Finanzunternehmen übten zum Teil laute Kritik an den Vorgaben und am Vorgehen. Im Nachhinein hat sich das SCAP jedoch als klarer Erfolg im Vertrauensbildungsprozess erwiesen.

**190.** Die wesentliche Funktion von Stress-Tests ist es, bestehende Eigenkapitallücken zu identifizieren und zu korrigieren. Die Korrektur von Defiziten kann hierbei auf zweierlei Weise erfolgen: Mittels einer Rekapitalisierung durch private Akteure oder die öffentliche Hand sowie durch die Restrukturierung oder Abwicklung eines Instituts ohne tragfähiges Geschäftsmodell. Zur Ermittlung der Tragfähigkeit müssen zusätzliche Aspekte unabhängig von Stress-Tests in Erwägung gezogen werden. Stellt sich hierbei heraus, dass ein Kreditinstitut keine ausreichende Zukunftsperspektive hat, muss auf eine Restrukturierung oder Abwicklung gedrungen werden. Auch dies zählt zu den Aufräumarbeiten im Nachgang zur aktuellen Finanzkrise. Da in Deutschland kein adäquater Rahmen für solche Abwicklungsaktionen vorliegt, muss dieser für den Fall der Fälle zeitnah geschaffen werden (Ziffern 217 ff.).

## 2. Leitlinien für einen Neuanfang

**191.** Es wird noch beträchtliche Zeit dauern, bis der Steuerzahler von allen expliziten Verpflichtungen und Risiken befreit ist, die er zur Stützung des Systems eingegangen ist. Doch selbst wenn der Rückzug aus den Stützungsprogrammen gelingt: Die **implizite Versicherung** und Bestandsgarantie für Finanzinstitute, die wesentlich zu den verzerrten Anreizen im privaten Sektor beigetragen haben, sind bedeutender als je zuvor. Nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers ist es nur noch schwer vorstellbar, dass sich die Politik dem Vorwurf aussetzen wird, sie hätte nicht alles versucht, die Ansteckungseffekte durch die Insolvenz eines großen Instituts zu verhindern. Durch die Rettungsmaßnahmen sind noch größere Banken entstanden, die in einer Schieflage noch bedeutsamere Ansteckungseffekte auslösen würden. Selbst kleine und nur schwerlich als systemisch einzustufende Institute wie die IKB sind gerettet und als systemisch deklariert worden. Finanzinstitute wie die Landesbanken, deren Geschäftsmodell zu unsolidem Verhalten einlädt, bestehen weiter.

**192.** Aus diesen Gründen hat sich das fundamentale Anreizproblem, das die Beziehung zwischen Staat und Finanzinstituten bestimmt, weiter verschärft. Dieses Anreizproblem lässt sich kurz wie folgt beschreiben: Aufgrund der zentralen Bedeutung von Finanzinstituten für die Gesamtwirtschaft ist es für die Vertreter des öffentlichen Interesses nur schwerlich möglich, sich glaubwürdig an eine Politik zu binden, die eng vernetzte Finanzinstitute mit hohem Verschuldungsgrad den „Sanktionsmechanismen“ des Markts oder der Regulierungsinstanzen aussetzt. Der Staat sieht sich mit einem **Zeitinkonsistenzproblem** ähnlich dem der Geldpolitik konfrontiert. Um Finanzinstitute ex ante mit Anreizen zu versehen, die Aufnahme von Risiken im Aufschwung im Rahmen zu halten, müsste er glaubwürdig versichern, dass Probleme infolge überhöhter Risikoaufnahme mit einer Schließung oder zumindest Umstrukturierung des verursachenden Instituts einhergehen würden. Sobald jedoch Probleme auftauchen, kann er sein ursprüngliches Versprechen nicht einlösen – ex post erscheint es immer optimal, systemische Effekte zu vermeiden, eine Rettung durchzuführen und zumindest die Fremdkapitalgeber ungeschoren davon kommen zu lassen.

Dies antizipierend gehen Finanzinstitute Risiken in einem Ausmaß ein, welches das gesamtwirtschaftlich wünschenswerte Maß übersteigt. Mit der Ausdehnung der Bilanzen und Bilanzrisiken steigt aber genau jenes **systemische Risiko**, das der Hauptgrund für die mangelnde Fähigkeit des Staates ist, die Haftung wirken zu lassen. Die Gefahren, die mit einem ex post

konsequenten Umgang mit Finanzinstituten verbunden wären, werden dadurch immer größer: Es kommt zu Dominoeffekten etwa durch den Ausfall von Gegenparteien. Selbst wenn solche Ausfälle zunächst ausbleiben, können weitere indirekte Ansteckungseffekte auftreten. In der Tat haben solche indirekten Ansteckungseffekte über die Austrocknung von Refinanzierungsmärkten und den Anstieg von Bewertungsunsicherheiten in der aktuellen Krise die wohl größere Rolle gespielt.

**193.** Doch die Gefahr von Ansteckungseffekten ist nicht der alleinige Grund, weshalb Aufsichtbehörden in einer Krise meist zu einem **wenig konsequenten Durchgreifen** neigen. Zwei weitere Probleme treten auf. Zum einen können sich sowohl die Regulierungsinstanzen wie auch die Finanzinstitute in einer Krise immer auf die Position zurückziehen, dass es gar nicht das eigene Fehlverhalten im Vorfeld der Turbulenzen, sondern die Krise selbst ist, die die Probleme verursacht. Zum anderen herrschen in diesem Zusammenhang Rechtsunsicherheiten: Wird ein Institut aufgrund einer Herabsetzung des Werts seiner Aktiva abgewickelt, werden im Nachhinein Beschwerden der betroffenen Eigen- und Fremdkapitalgeber nicht ausbleiben. Man spricht von unvollständigen Verträgen: Die Bedingungen, unter denen eine Abwicklung oder Restrukturierung von Finanzinstituten vorgenommen werden soll, können meist nicht zeitnah von Gerichten überprüft werden. So ergibt sich die Möglichkeit für Rückverhandlungen von Seiten des angeschlagenen Instituts, die ein wesentliches Element des in der Politik inzwischen geflügelten Worts des Erpressungspotenzials systemischer Institute darstellt.

**194.** Entscheidend verschärft wird das Problem mangelnder Disziplinierung, wenn **politökonomische Motive** sowie das enge Beziehungsgeflecht zwischen einzelnen Finanzinstituten und der Politik berücksichtigt werden. Besonders offensichtlich wird dies im Fall von Finanzinstituten, die sich ganz oder teilweise in staatlicher Hand befinden. Die Schließung oder Umstrukturierung einer Landesbank oder Sparkasse hat eben nicht nur negative Wohlfahrtseffekte, sondern birgt auch erhebliche politische Kosten für die betroffenen Landes- und Kommunalpolitiker. Ähnlich verhält es sich mit privaten Instituten, denen als nationale Champions oder anderweitig besondere Bedeutung für einzelne Finanzplätze zugesprochen wird.

**195.** Veränderungen im Finanzsystem können ebenso zu einer Verschärfung des grundlegenden Problems einer im Nachhinein zu laxen Eingriffspolitik beitragen. So hat die Bedeutung von Finanzinnovationen, von denen direkte und indirekte Ansteckungseffekte ausgehen, stark zugenommen. Dies ist nicht zuletzt eine Folge der erhöhten Komplexität der Produkte, vor allem im Bereich von **Over-The-Counter Derivaten**, also Finanzprodukten, die nicht auf geregelten Märkten, sondern zwischen einzelnen Akteuren bilateral gehandelt werden. Die in einer Krise auftretenden Bewertungsunsicherheiten werden so entscheidend verschärft. Auch die Komplexität von Unternehmensstrukturen innerhalb eines Finanzinstituts sowie die Komplexität der weltweiten Verflechtung zwischen Instituten hatten gerade in den letzten Jahren weiter zugenommen. Während diese Entwicklungen teilweise auf technologische Fortschritte zurückgehen, besteht bei den Akteuren an den Finanzmärkten ein Anreiz, die Komplexität immer weiter zu steigern. Mit zunehmender Komplexität und Intransparenz der Märkte und der

Institute steigen gleichermaßen die Erträge wie auch die Wahrscheinlichkeit, in der Krise gestützt zu werden.

**196.** Die zentrale Herausforderung besteht nun darin, den rechtlichen und institutionellen Rahmen derart zu justieren, dass **Anreizverzerrungen** so weit wie möglich reduziert werden. Dies erfordert mehrere ineinander greifende Maßnahmen, die sich an den folgenden vier **Leitlinien für eine Reform der Finanzmarktordnung** ausrichten sollten:

- Der **Umgang mit systemischen Instituten, Märkten und Instrumenten** muss grundsätzlich neu geregelt werden, sodass Ansteckungseffekte im Fall einer Krise weitestgehend vermieden werden.

Hierzu ist es einerseits notwendig, systemische Institute, Märkte und Instrumente zu identifizieren und einer besonders intensiven und stringenten Aufsicht zu unterwerfen. Andererseits müssen Steuerungsinstrumente eingeführt werden, die dem Anreiz, systemisch und so im Falle einer Krise unangreifbar zu werden, effektiv entgegenwirken (Abschnitt III).

- Neben dem üblichen Insolvenzrecht benötigt das Finanzsystem ein **effektives Eingriffs- und Restrukturierungsregime**, das Anreizverzerrungen aus einem in der Krise zu laxen Umgang mit Problem-instituten entgegenwirkt.

Um Eigenkapitalgeber, Fremdkapitalgeber, Vorstände und Aufsichtsräte in Haftung zu nehmen, ist es notwendig, Eingriffsmöglichkeiten zu schaffen, die bei einer drohenden Schieflage frühzeitige Korrekturmaßnahmen erzwingen und bei einer Unterschreitung regulatorischer Vorgaben zu einer Abwicklung des entsprechenden Instituts, optimalerweise im Sinne einer Good-Bank/Bad-Bank-Lösung führen. Um das Zeitinkonsistenzproblem abzuschwächen, muss das Regime Selbstbindungsmechanismen für die Aufsicht in Form von Schwellenwerten beinhalten (Abschnitt IV).

- Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften, das Spektrum der Aufsicht sowie die Geldpolitik müssen so ausgerichtet werden, dass Anreize zu **prozyklischem Verhalten** und zur Verlagerung von Risiken auf neue Produkte und außerbilanzielle Vehikel abgeschwächt werden.

Viele der bereits beschlossenen Regulierungsreformen gehen in die richtige Richtung. Allerdings wird es jetzt darauf ankommen, zu verhindern, dass Maßnahme an Maßnahme gereiht wird, ohne dass die hierbei entstehenden Wechselwirkungen ausreichend gewürdigt werden. Zudem steht die wahre Herausforderung noch bevor, sobald Vorschläge für die Kalibrierung der Anforderungen vorliegen. Erst dann werden sich die Interessengruppen formieren und gegen eine Verschärfung vorgehen können (Abschnitt V).

- Es muss zu einer grundsätzlichen institutionellen **Neuausrichtung der Aufsichtskompetenzen** kommen, sodass Eingriffsrechte dort angesiedelt sind, wo nicht nur die Kompetenzen, sondern auch die Anreize zu resolutem Eingreifen liegen.

Auf der nationalen Ebene wird es insbesondere darauf ankommen, die Überleitung der Aufsichtskompetenzen auf die Deutsche Bundesbank konsequent voranzutreiben und durch die Schaffung einer Einlagensicherungsbehörde zu ergänzen. Zudem muss die Verlagerung von Kompetenzen auf die europäische Ebene intensiver vorangetrieben werden. Eine einheitliche europäische Aufsicht für systemische Institute muss das Leitbild sein, an dem sich auch die nationalen Reformbemühungen ausrichten (Abschnitt VI).

**197.** Der **Koalitionsvertrag** der neuen Bundesregierung spricht eine Reihe von wichtigen Maßnahmen an, die im Einklang mit den Vorschlägen des Sachverständigenrates stehen. So will sich die neue Bundesregierung für eine Stärkung der Kapitalanforderungen sowie Differenzierung nach Risiko und Systemrelevanz einsetzen. Richtig ist auch die Absicht, die Banken in die Lage zu versetzen, in Krisenzeiten auftretende Verluste in größerem Umfang selbst zu tragen, die prozyklischen Elemente der Rechnungslegungsvorschriften und der Eigenkapitalregeln zu vermindern sowie geeignete rechtliche Instrumentarien für die Restrukturierung und Abwicklung von angeschlagenen Finanzinstituten einzuführen. Zu begrüßen ist darüber hinaus die Entscheidung, die Bankenaufsicht in Deutschland bei der Deutschen Bundesbank anzusiedeln.

Da viele der notwendigen Reformen nicht im nationalen Rahmen umgesetzt werden können, ist es besonders begrüßenswert, dass sich die neue Bundesregierung dazu bekennt, auf europäischer und internationaler Ebene abgestimmte Lösungen zu entwickeln und dabei eine Vorreiterrolle zu übernehmen. In dieser Hinsicht fehlt im Koalitionsvertrag jedoch ein klares Bekenntnis zur notwendigen Verlagerung von Kompetenzen auf die supranationale Ebene. Zwar wird im Abschnitt „Wettbewerb und Binnenmarkt“ die Schaffung einer „einheitlichen EU-weiten Bankenaufsicht“ unterstützt; gleichzeitig wird jedoch an anderer Stelle betont, dass die nationalen Kompetenzen unberührt bleiben und dass die bereits beschlossenen jedoch unzureichenden Reformen der EU-Finanzmarktaufsicht schnell umgesetzt werden sollen. Das Bestreben, **nationale Kompetenzen** zu erhalten, sollte der Errichtung einer effektiven Aufsicht nicht im Wege stehen.

Auch wenn die Absichten und die Stoßrichtung stimmen: Die eigentliche Herausforderung steht der Politik noch bevor. Denn sobald es um die konkrete Ausgestaltung der erforderlichen Maßnahmen geht, müssen diese gegen gut organisierte Interessen durchgesetzt werden. Einerseits werden sich die Finanzinstitute gegen Regulierungen wehren, die unweigerlich darauf hinauslaufen, die Gewinne der Branche zu schmälern. Andererseits werden sich die nationalen Behörden dagegen wehren, Kompetenzen an die supranationalen Aufsichtsbehörden abzutreten.

### III. Ein Regulierungsregime zur Reduktion systemischer Risiken

**198.** Die Schaffung eines grundüberholten Regulierungsrahmens für die Finanzmärkte wird ein schwieriges und langwieriges Unterfangen sein, denn die Herausforderungen sind enorm: Neue Analyse- und Regulierungsinstrumente müssen entwickelt und neue Institutionen geschaffen werden. Die Vor- und Nachteile neuer Instrumente sowie ihre Wechselwirkungen werden sich häufig erst dann bestimmen lassen, wenn konkrete Erfahrungen in der Praxis ge-