



Auszug aus dem Jahresgutachten 2007/08

Die Finanzmärkte benötigen einen angemessenen Ordnungsrahmen
(Ziffern 196 bis 250)

Als Beispiele für Risiken von Banken aus dem Betreiben eigener Hedgefonds sind das Scheitern der Union Bank of Switzerland (UBS) mit dem Hedgefonds „Dillon Reed Capital Management“ zu nennen und der Zusammenbruch von zwei Hedgefonds, die von Bear Stearns betrieben wurden.

III. Die Finanzmärkte benötigen einen angemessenen Ordnungsrahmen

196. Nach einer langen Schönwetterperiode sind die internationalen Finanzmärkte in eine schwere systemische Krise geraten. Sie äußerte sich in einem „Run“ auf *Conduits* und *SIVs*. Die Situation konnte nur dadurch stabilisiert werden, dass sich die wichtigsten Notenbanken bereit fanden, als **Lender of last Resort** zu agieren und diejenigen Finanzinstitute in zeitweise sehr hohem Umfang mit Zentralbankgeld zu versorgen, die sich als Betreiber oder als Kreditgeber für in Not geratene Fonds mit Liquiditätsproblemen konfrontiert sahen und dafür von anderen Banken keine Mittel mehr zur Verfügung gestellt bekamen.

Die Krise des Jahres 2007 bestätigt die Erfahrung, dass Störungen auf den Finanzmärkten die Tendenz haben, in immer neuen und damit unerwarteten Formen aufzutreten. Nach der Asienkrise des Jahres 1997 hatte niemand mit den Problemen eines Hedgefonds gerechnet, und nach dem LTCM-Debakel waren weder Marktteilnehmer noch Regulatoren oder Rating-Agenturen darauf gefasst, dass die nächste große Störung auf dem Geldmarkt auftreten würde.

197. Die große Herausforderung für die Wirtschaftspolitik besteht nun darin, die Rahmenbedingungen derart zu justieren, dass die Exzesse der Vergangenheit in der Zukunft vermieden werden und die Transparenz der Risikoverteilung für alle Teilnehmer steigt, ohne dabei die Vorteile, die durch die Verbriefung geschaffen wurden, infrage zu stellen. Dies ist umso wichtiger, als die massiven Hilfsaktionen der Notenbanken für die Zukunft das Risiko des „**moral hazards**“ erheblich vergrößert haben.

- Gefordert sind die Notenbanken, die mit ihrer Zinspolitik noch mehr als bisher darauf achten müssen, dass nicht ein makroökonomisches Umfeld geschaffen wird, das zu instabilen Prozessen auf den Finanzmärkten führt.
- Reformen werden beim institutionellen Rahmen der Bankenaufsicht benötigt. Wer die Globalisierung der Märkte bejaht, sollte zumindest im nationalen Rahmen über eine integrierte Regulierungsinstitution verfügen.
- Das zentrale Problem der letzten Wochen ist ein großes Defizit an Transparenz, das sich aus dem Wesen einer stärker marktbasierter Finanzintermediation ergibt. Auch wenn es hier durch das Regelwerk von Basel II zu Verbesserungen kommen wird, sollten zusätzliche Schritte unternommen werden, um das wechselseitige Vertrauen der Marktteilnehmer zu verbessern.

1. Währungspolitik: Effektivere Überwachung durch den Internationalen Währungsfonds

198. Für die Stabilität der internationalen Finanz- und Gütermärkte kommt dem Währungssystem eine wichtige ausgleichende Rolle zu. In den letzten Jahren ist dies jedoch nicht immer zu beobachten gewesen. Der Yuan, die Währung des Landes mit dem höchsten Leistungsbilanzüberschuss in der Welt, hat seit Anfang des Jahres 2004 um rund 9,5 vH gegenüber dem US-Dollar aufgewer-

tet. In Anbetracht der sehr hohen und weiterhin steigenden chinesischen Überschüsse erscheint diese Anpassung aber immer noch vergleichsweise gering. Die Ursache hierfür ist in nach wie vor massiven Devisenmarktinterventionen der chinesischen Notenbank zu sehen. Der Yen hat – trotz eines ebenfalls sehr hohen positiven Außenhandelsaldos der japanischen Wirtschaft – um 10 vH gegenüber dem US-Dollar abgewertet. Hierfür ist vor allem der starke Carry Trade verantwortlich zu machen.

199. Diese Entwicklungen hängen wesentlich damit zusammen, dass die Währungspolitik seit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods nicht mehr als eine globale Aufgabe angesehen wird. Es gibt seither keine verbindlichen Regeln für die nationale Wechselkurspolitik. Es ist daher nicht überraschend, dass die damit entstandenen Spielräume von einzelnen Ländern ausgenutzt werden, um eine aus nationaler Sicht optimale Lösung zu erreichen. Dies lässt sich besonders deutlich am Beispiel der japanischen Währungspolitik verdeutlichen. In der Phase sehr niedriger US-Zinsen von Ende des Jahres 2002 bis Mitte 2004 weiteten die Behörden ihre Währungsreserven durch Devisenmarktinterventionen um rund 350 Mrd US-Dollar aus, um eine Aufwertung des Yen zu verhindern. In der sich daran anschließenden Periode des schwachen Yen wurde dann jedoch kein Versuch unternommen, diese Entwicklung durch gegenläufige Interventionen zu verhindern, da die Abwertung als willkommene Förderung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit angesehen wurde.

200. Der **Internationale Währungsfonds** hat sich in diesem Jahr verstärkt mit dieser Thematik befasst und dazu am 15. Juni 2007 eine neue „Entscheidung zur bilateralen Überwachung“ beschlossen, die eine vor 30 Jahren verabschiedete frühere „Entscheidung zur Überwachung der Wechselkurspolitik“ ablöst. Es handelt sich dabei um einen Verhaltenskodex für die Mitglieder hinsichtlich der Wechselkurs-, Wirtschafts- und Finanzpolitik. Er zielt darauf ab, die Stabilität des internationalen Währungssystems zu fördern, indem Politikmaßnahmen empfohlen werden, von denen keine nachteiligen Effekte auf die außenwirtschaftliche Stabilität ausgehen. Die Wechselkurspolitik der Mitgliedsländer soll sich dazu an vier **Grundsätzen** ausrichten:

„A. Die Mitglieder unterlassen Manipulationen der Wechselkurse oder des internationalen Währungssystems mit dem Ziel, eine wirksame Zahlungsbilanzanpassung zu verhindern oder einen unfairen Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Mitgliedern zu erlangen.

B. Die Mitglieder sollten auf dem Devisenmarkt intervenieren, wenn dies erforderlich ist, um ungeordneten Bedingungen entgegenzuwirken, zu denen unter anderem störende kurzfristige Wechselkursbewegungen ihrer Währungen gehören.

C. Die Mitglieder sollten bei ihrer Interventionspolitik die Interessen der anderen Mitglieder berücksichtigen, darunter die Interessen der Länder, in deren Währung sie intervenieren.

D. Die Mitglieder sollten eine Wechselkurspolitik vermeiden, die zu außenwirtschaftlicher Instabilität führt.“ (IWF, 2007b)

Bei der Überwachung dieser Grundsätze überprüft der Fonds insbesondere, ob „anhaltende großvolumige Interventionen auf dem Devisenmarkt in eine Richtung“ erfolgen.

Es bleibt abzuwarten, wie sich diese neu definierte Überwachung der Wechselkurspolitik in der Praxis auswirken wird, zumal unklar ist, welche Sanktionen dem Fonds bei einem Fehlverhalten

zur Verfügung stehen. Entscheidend ist aber, dass die Währungspolitik damit seit längerem erstmals wieder explizit auf der Agenda des Internationalen Währungsfonds platziert ist und damit auch als eine supranationale Verantwortlichkeit deklariert wird.

2. Geldpolitik muss die Finanzmarktstabilität stärker im Blick haben

201. Die neuartigen Techniken des Kreditrisikotransfers, die wachsende Bedeutung unregulierter Akteure und damit auch die zunehmende Nutzung des *Leverage-Effekts* haben dazu geführt, dass in den letzten Jahren der Einfluss der kurzfristigen Zinsen auf die Finanzmärkte deutlich zugenommen hat. Da die Notenbanken mit ihrem Instrumentarium die Geldmarktsätze im Tagesgeld- und Monatsgeldbereich nahezu perfekt steuern können, haben ihre zinspolitischen Maßnahmen dadurch stärkere Effekte auf das Finanzsystem als früher. Dies ist auf der einen Seite vorteilhaft, da sich damit die Durchschlagskraft der Geldpolitik erhöht, auf der anderen Seite kann eine zu expansive oder zu restriktive Zinspolitik zu stärkeren Störungen sowohl im Finanzsektor als auch im güterwirtschaftlichen Bereich der Volkswirtschaft führen. Die Entwicklungen in diesem Jahrzehnt haben zudem deutlich gemacht, dass die davon ausgelösten Fehlentwicklungen weit über die Grenzen eines Währungsraums hinausgehen können.

Für eine Notenbank ergibt sich dabei die Schwierigkeit, die Leitzinsen so festzulegen, dass sie auf der einen Seite für ein stabiles Preisniveau sorgen und von ihnen auf der anderen Seite keine Risiken für die Stabilität des Finanzsystems ausgehen.

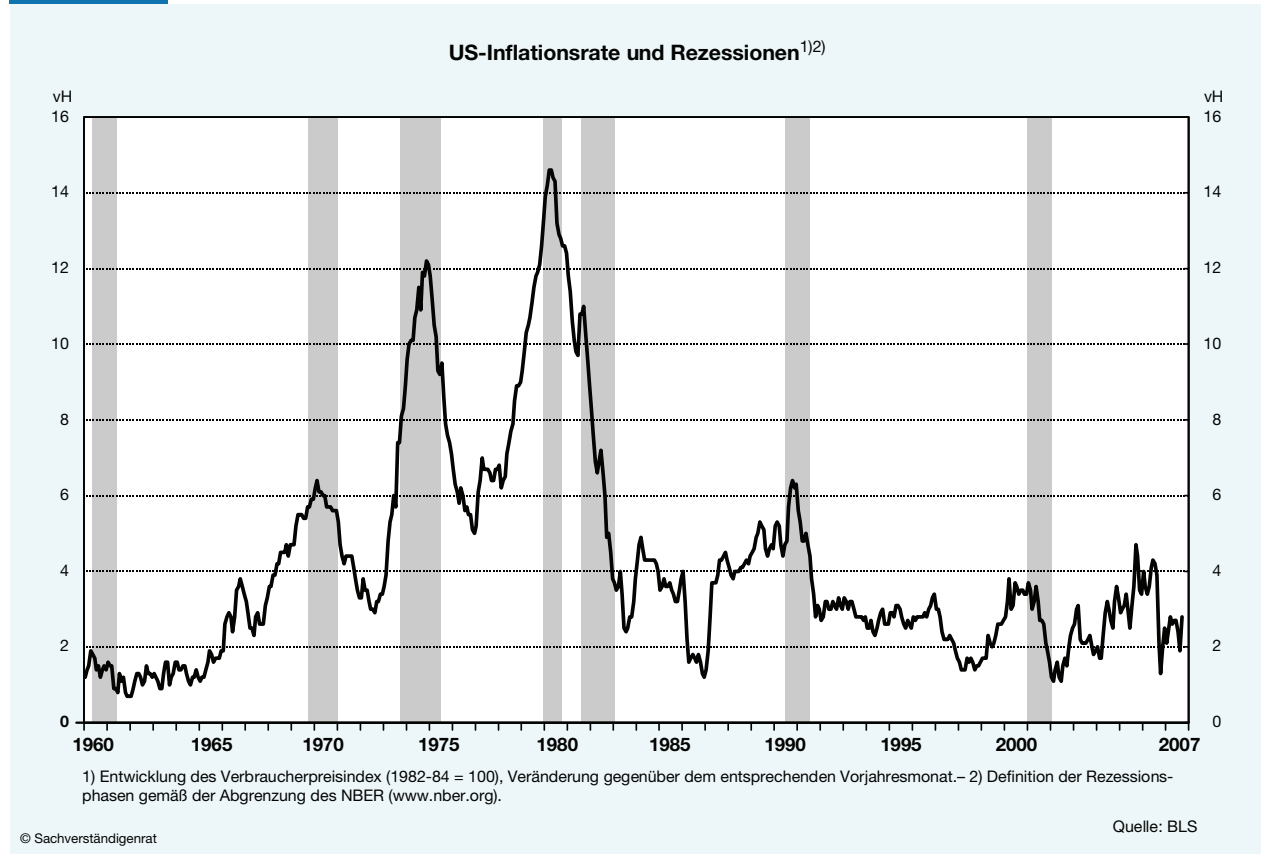
202. In der heute weithin präferierten Strategie des *Inflation Targeting* wird die Zinspolitik vor allem anhand der Abweichung der – für einen Zeitraum von ein bis zwei Jahren – prognostizierten Inflationsrate von einem Inflationsziel beurteilt. Für diese Heuristik spricht, dass sie sich an der Größe orientiert, für die die Geldpolitik die Hauptzuständigkeit trägt. Bei einer eindimensionalen Ausrichtung der Zinspolitik an der prognostizierten Inflationsentwicklung kann eine Notenbank jedoch Gefahr laufen, Fehlentwicklungen im Bereich der Finanzmärkte zu übersehen. Dieses Risiko wird umso größer, je weniger die allgemeine Preisentwicklung von konjunkturellen Zyklen beeinflusst wird (JG 2006 Ziffern 246 ff.).

203. Bei der Zinspolitik der **US-amerikanischen Notenbank** lässt sich diese Problematik recht gut verdeutlichen (Schaubild 49, Seite 142). Wie schon erwähnt, verfolgte die Notenbank bis Mitte 2004 mit einem Leitzins von 1,0 % und ab Juni 2004 von 1,25 % eine extrem expansive Zinspolitik. Sie begründete diese geldpolitische Linie im Juli 2004 mit einer Prognose für die Kerninflationsrate – *Price index for personal consumption expenditures excluding food and energy (core PCE)* – von 1½ vH bis 2 vH für das Jahr 2005. Dass ein so niedriges Zinsniveau mit destabilisierenden Effekten für die Finanzmärkte verbunden sein könnte, zumal die laufende Wachstumsrate des Jahres 2004 von der Fed damals mit 4½ vH bis 4¾ vH eingeschätzt wurde, blieb dabei unbeachtet.

204. In der Literatur wird seit längerem die Frage diskutiert, ob und inwieweit sich die Geldpolitik an Vermögenspreisentwicklungen orientieren soll (JG 2006 Ziffern 271 ff.). Dabei wird zu Recht auf die großen Schwierigkeiten hingewiesen, Preisblasen rechtzeitig zu erkennen und auf diese dann angemessen zu reagieren. Selbst wenn deshalb eine präventive Geldpolitik nur schwer

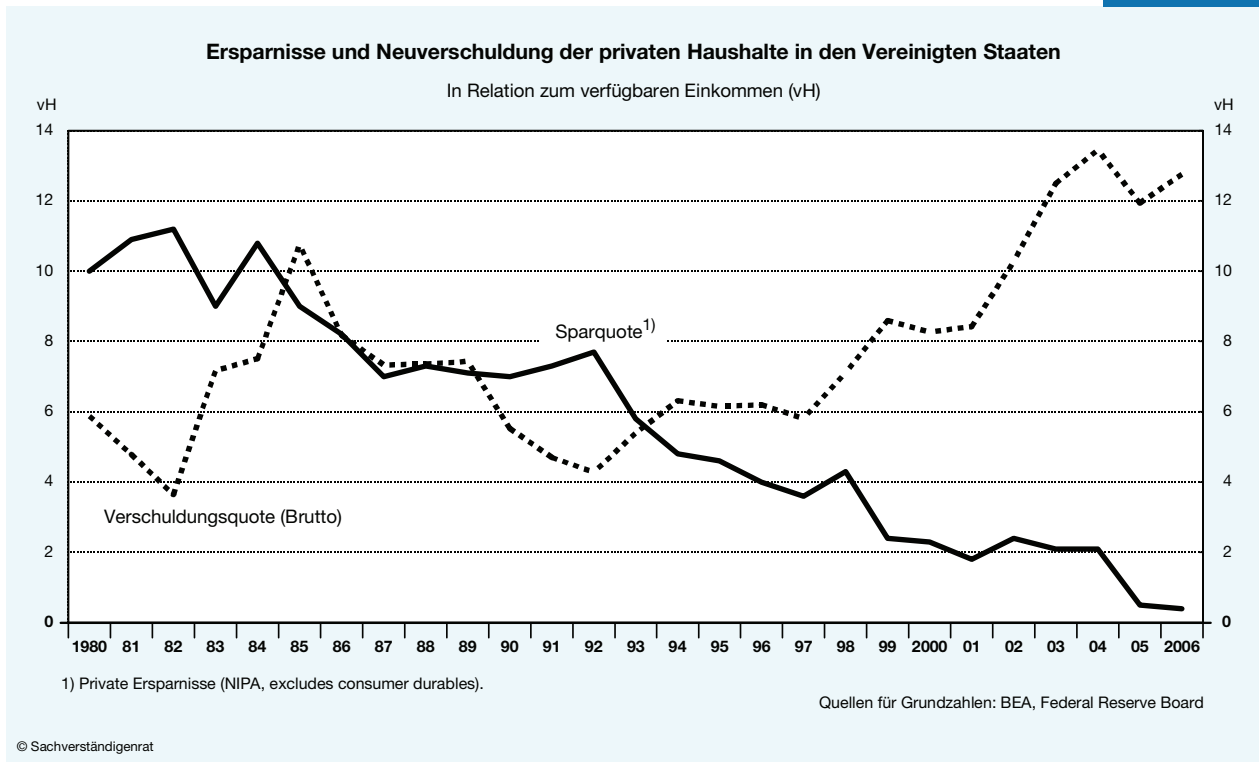
realisierbar sein dürfte, können die großen Notenbanken einen wichtigen Beitrag zur Finanzmarktstabilität leisten, indem sie darauf achten, dass sie mit ihren Leitzinsen nicht zum Auslöser von Fehlentwicklungen werden.

Schaubild 49



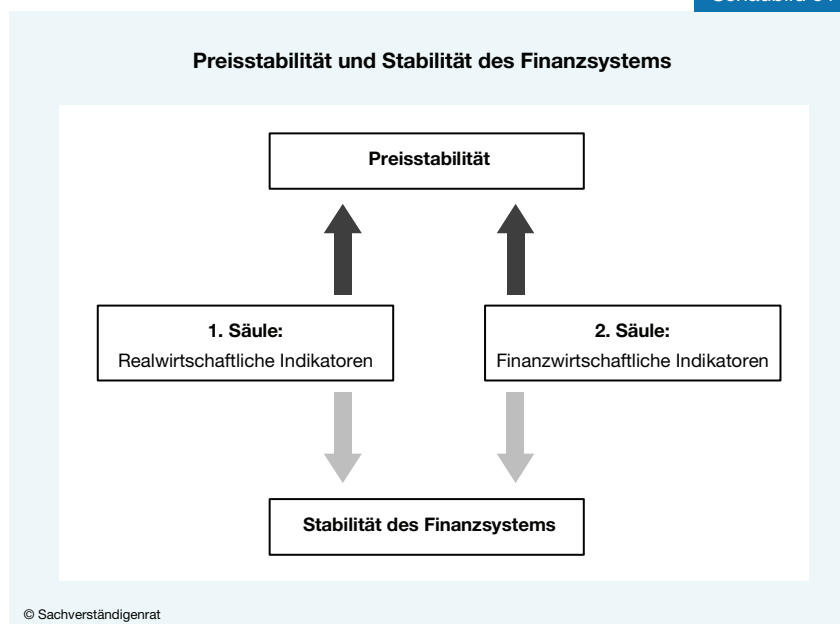
205. Hierfür bietet das Niveau der kurzfristigen und um die Inflationsrate bereinigten Geldmarktzinsen im Vergleich zu einem neutralen Realzins eine Orientierungshilfe. Diese von Knut Wicksell im Jahr 1898 in seinem Buch „Geldzins und Güterpreise“ erstmals in den Vordergrund gerückte Relation zwischen dem „Geldzins“ und dem „natürlichen Zins“ nimmt auch heute noch in der Geldtheorie eine zentrale Stellung ein. Das prominenteste Beispiel hierfür sind die Arbeiten von Michael Woodford (2003), der sich explizit auf Wicksell beruft. Die einfachste Umsetzung dieser theoretischen Einsichten in eine wirtschaftspolitische Handlungsanweisung bietet die **Taylor-Regel**, die den aktuellen Geldzins anhand eines neutralen Zinssatzes beurteilt und dabei noch Anpassungen für Schocks vorsieht, die sich in einer Output-Lücke und/oder einer Abweichung der Inflationsrate von ihrem Zielwert niederschlagen können. Bei allen Schwierigkeiten, die für eine Anwendung der Regel erforderlichen Werte, wie zum Beispiel die Output-Lücke oder den neutralen Realzins, konkret zu bestimmen, sollte eine Notenbank große Abweichungen von dem auf diese Weise ermittelten Richtwert sehr sorgfältig prüfen. Dies erscheint insbesondere dann geboten, wenn die Abweichungen mit ungewöhnlichen Ausprägungen bei Indikatoren für die finanzwirtschaftliche Situation, wie etwa einer starken Kreditexpansion, einhergehen. In den Vereinigten Staaten war schon seit dem Jahr 2004 eine sehr niedrige Sparquote der privaten Haushalte bei einer außerordentlich starken Zunahme der Brutto-Verbindlichkeiten dieses Sektors zu beobachten (Schaubild 50).

Schaubild 50



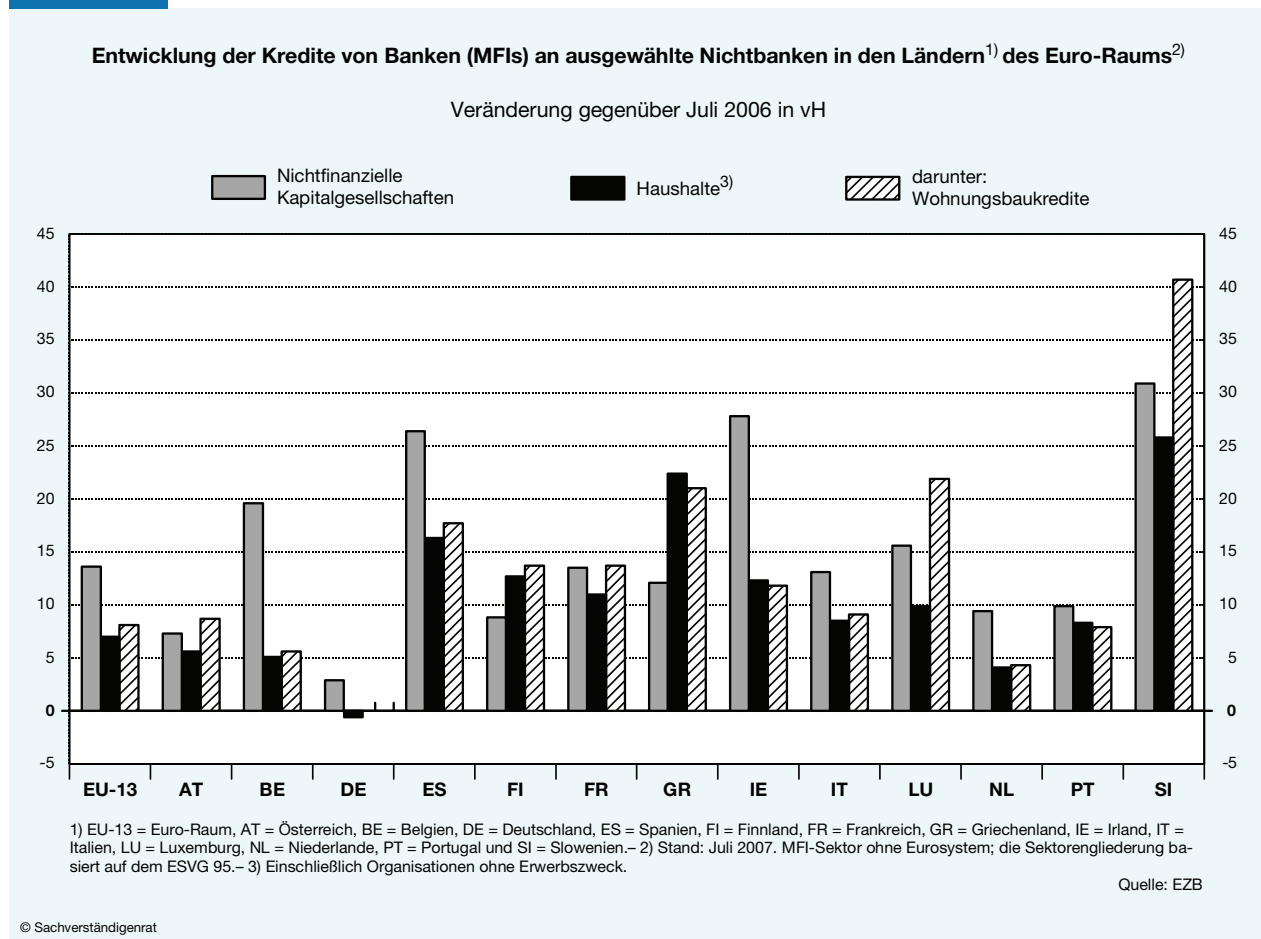
206. Die Europäische Zentralbank verfügt mit ihrer **2-Säulen-Strategie** – ähnlich wie die Bank von Japan – bereits über einen Analyserahmen, der es recht gut erlaubt, neben den prognostizierten aktuellen Risiken für die Preisniveaustabilität auch die Gefährdungen für die Finanzmarktstabilität zu berücksichtigen (JG 2006 Ziffern 240 ff.). Für eine umfassende Beurteilung der Geldpolitik, die den gestiegenen systemischen Risiken der modernen Finanzmärkte Rechnung trägt, wäre daher Notenbanken generell ein Ansatz vorzuschlagen, der realwirtschaftliche Indikatoren (erste Säule) und finanzwirtschaftliche Indikatoren (zweite Säule) verwendet, um damit gleichzeitig für ein stabiles Preisniveau und ein stabiles Finanzsystem zu sorgen (Schaubild 51).

Schaubild 51



207. Neben der in den Publikationen der Europäischen Zentralbank bisher vorgenommenen allgemeinen Analyse von Geldmengen- und Kreditentwicklungen wären dazu verstärkt Untersuchungen über die Relation von Geldzins und natürlichem Zins im Rahmen von Taylor-Regeln sowie über die sektoralen Finanzierungssalden im Rahmen der Geldvermögensrechnung erforderlich, wie sie schon im halbjährlich veröffentlichten „Financial Stability Review“ der Europäischen Zentralbank zu finden sind. Insbesondere wäre es auch ratsam, die finanzwirtschaftlichen Entwicklungen in den einzelnen Ländern des Währungsraums intensiver zu untersuchen, die bei der Durchschnittsbildung nicht mehr zum Ausdruck kommen. So zeigen sich derzeit bei den Mitgliedern des Euro-Raums ausgeprägte Unterschiede im Kreditwachstum mit teilweise extrem hohen Zuwachsraten in den einzelnen Ländern (Schaubild 52). Während solche Entwicklungen für die gesamtwirtschaftliche Analyse der Europäischen Zentralbank von sekundärer Bedeutung sein dürften, sollten sie für die Finanzmarktstabilität nicht unbeachtet bleiben.

Schaubild 52



208. Die amerikanische Notenbank setzt weniger auf die Ex-ante-Prävention von Blasen auf Finanzmärkten, sondern auf ein **schnelles Eingreifen ex post**, also nach dem Platzen einer Preisblase. Dieses Verhalten konnte in diesem Jahr ebenso wie während der letzten größeren Börsenbrüche beobachtet werden. Es verleitet Marktteilnehmer zu der Annahme, die Notenbank würde im Krisenfall den Markt stützen („Greenspan put“). Solche Erwartungen sind problematisch, da sie zu einem unvorsichtigen Verhalten und einer übermäßigen Kreditexpansion führen können. Es besteht dabei die Gefahr einer sich selbsterfüllenden Prophezeiung, die den Krisenfall mit herbeiführt

und die Notenbank schließlich zum Eingreifen zwingt. Dadurch läuft die Geldpolitik Gefahr, den Korrekturmechanismus des marktbasieren Finanzierungsmodells, nämlich die Preiskorrektur über Märkte, zu unterlaufen und spekulatives Verhalten zu fördern.

3. Wandel der Finanzmärkte erfordert Reform der Bankenaufsicht

209. Nicht erst die aktuelle Krise verdeutlicht, wie schwer berechenbar die Gefahren sind, die sich aus dem äußerst komplexen Netz der globalen Kapitalverflechtungen ergeben. Dies gilt insbesondere für die Risiken aus der **Liquiditätstransformation**, die von den Banken ebenso unterschätzt wurden wie von den Aufsichtsbehörden. Diese Risiken sind zwar seit langem bekannt, aber sie sind in den letzten Jahren vernachlässigt worden. Dies zeigt sich zum einen daran, dass das Regelwerk von Basel II keine operationalisierten Bestimmungen für den Umgang mit diesen Risiken enthält. Erst im Oktober 2006 wurde im Rahmen des Basel-Committees eine Untergruppe „Liquidity Group“ eingesetzt, die eine Bestandsaufnahme der nationalen Bestimmungen zum Umgang mit Liquiditätsrisiken vornehmen soll. Ausgeblendet blieb diese Problematik bisher auch bei den Rating-Agenturen, so dass offensichtlich bei vielen Anlegern der Eindruck entstand, eine mit *AAA* beurteilte *CDO* sei genauso liquide wie eine mit der gleichen Note bewertete Staatsanleihe.

210. Die Tatsache, dass Banken- und Finanzkrisen schwer vorhersehbar und in ihren Erscheinungsformen stark variabel sind, spricht dafür, möglichst effiziente Aufsichtsbehörden und Regelwerke zu schaffen. Diese Notwendigkeit ist um so größer, je mehr die Märkte im Krisenfall durch Notenbanken oder Regierungen gestützt werden müssen, da alle diese Hilfsmaßnahmen von den privaten Akteuren bei ihrem zukünftigen Verhalten antizipiert werden und somit ein wachsendes Risiko des „*moral hazard*“ schaffen.

Globale Märkte sind mit einer nationalen Bankenaufsicht nur schwer vereinbar

211. Zwischen den Anforderungen an eine möglichst wirksame Bankenaufsicht und der Realität klafft eine Lücke. Diese besteht vor allem darin, dass die Märkte mittlerweile eine enorme globale Vernetzung aufweisen, während die Regulierung ebenso wie das Krisenmanagement durch Notenbanken und Finanzminister überwiegend national organisiert sind. Diese Diskrepanz ist besonders evident im Fall der Europäischen Union, die von ihren institutionellen Voraussetzungen her über einen nahezu einheitlichen Bankenmarkt verfügt, aber gleichzeitig unter einer stark segmentierten Aufsichtslandschaft leidet. Und selbst auf der nationalen Ebene befinden sich die Kompetenzen nicht in einer Hand. So wird beispielsweise in Deutschland die Bankenaufsicht gemeinsam von der Bundesbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) wahrgenommen.

212. Die Errichtung einer **internationalen Aufsichtsbehörde** wurde zwar im Zuge der Finanzkrisen Ende der neunziger Jahre diskutiert, es hat sich daraus jedoch lediglich eine verstärkte Kooperation, insbesondere unter dem institutionellen Dach der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, entwickelt. Diese Institution bietet mit ihren zweimonatlichen Treffen der Gouverneure der Mitgliedsnotenbanken den wichtigsten Rahmen für die globale Kooperation im Bereich der Finanzmarktstabilität. Besonders wichtig ist dabei der im Jahr 1974 gegründete „Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht“, in dem die weltweit relevanten Standards für die Bankenaufsicht entwickelt werden. Weitere wichtige Gremien für die internationale Kooperation im Bereich der Finanzstabi-

lität sind das im Jahr 1999 von den G7 Ländern gegründete Forum für Finanzstabilität (Financial Stability Forum, FSF) und der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System, CGFS), bei dem es sich um ein Forum der G10 Zentralbanken handelt.

Wenig effizienter institutioneller Rahmen für die Bankenaufsicht in Europa

213. Der Status quo der Bankenaufsicht in Europa ist wenig befriedigend. Es lässt sich durch ein Nebeneinander von Dezentralisation, Segmentierung und Kooperation beschreiben (Nieto und Shinasi, 2007):

- Die **Dezentralisation** kennzeichnet die Funktionen zur Sicherung der Finanzstabilität. Sie werden von den nationalen Notenbanken, Bankenaufsichtsbehörden, Finanzministerien und Einlagenschutzmechanismen wahrgenommen. Selbst die Funktion des *Lender of last Resort* liegt – aufgrund einer internen Regelung der Europäischen Zentralbank bezüglich der Bereitstellung von Überbrückungskrediten (*Emergency Liquidity Assistance* (EZB, 1999)) – bei den nationalen Notenbanken und nicht bei der Europäischen Zentralbank.
- Die **Segmentierung** resultiert erstens aus der Tatsache, dass unterschiedliche Institutionen für die nationale Bankenaufsicht verantwortlich sind. In einigen Ländern ist hierfür die Notenbank zuständig, in anderen wie zum Beispiel im Vereinigten Königreich eine eigenständige Institution, in einer dritten Gruppe teilen sich die Notenbank und eine Aufsichtsbehörde die Verantwortung. Die zweite Dimension der Segmentierung ergibt sich daraus, dass der einheitliche rechtliche Rahmen, der durch die EU-Richtlinien geschaffen wurde, bei der Umsetzung auf nationaler Ebene erhebliche Spielräume belässt, so dass es nicht gelungen ist, einheitliche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen.
- Die **Kooperation** stellt den Versuch dar, die durch die Dezentralisation und Segmentierung geschaffenen Lücken mit informellen, das heißt nicht durch EU-Recht begründeten, Institutionen zu überbrücken. Dazu zählen „*Memoranda of Understanding*“ (*MoU*), in denen die Zusammenarbeit zwischen den nationalen Bankenaufsichtsbehörden bei grenzüberschreitend tätigen Institutionen sowie zwischen der Bankenaufsicht und den nationalen Zentralbanken beim Krisenmanagement geregelt ist. Eine besonders wichtige Rolle für die Kooperation spielen die im Rahmen des so genannten „Lamfalussy Prozess“ geschaffenen „Level 3 Committees“. Im Bankenbereich ist hierfür das im Jahr 2003 gegründete Committee of European Banking Supervisors (CEBS) zuständig. Allerdings ist der Spielraum dieser Institutionen dadurch stark eingeschränkt, dass sie nur im Konsens entscheiden können, dass ihre Entscheidungen nicht bindend sind, da sie auf keiner eigenständigen rechtlichen Grundlage beruhen, und dass sich die Mitglieder dieser Gremien häufig an den Interessen des eigenen Landes und nicht an denen der Gemeinschaft orientieren. Insgesamt hat sich damit ein schwer überschaubares Dickicht von Institutionen sowie multilateralen und bilateralen Abkommen herausgebildet.

214. Es ist deshalb nicht überraschend, dass von einer Reihe von Ökonomen seit längerem eine zentrale europäische Aufsichtsinstitution gefordert wird. Eine umfassende Reform des institutionellen Rahmens für die Bankenaufsicht dürfte sowohl im Interesse der Finanzmarktstabilität als auch der Wettbewerbsfähigkeit der in Europa tätigen Banken liegen (Danthine et al., 1999 und

Veron, 2007). Ein segmentiertes Aufsichtssystem läuft Gefahr, dass Probleme zu spät erkannt werden, dass keine angemessene Reaktion im Krisenfall erfolgt und dass dabei nationale Interessen zusätzlich zu suboptimalen Lösungen führen. Für die europaweit tätigen Finanzinstitute bedeutet das Nebeneinander unterschiedlicher nationaler Regelungen und Behörden eine erhebliche bürokratische Belastung und damit zusätzliche Kosten, teilweise kommt es dadurch auch zu divergierenden Wettbewerbsbedingungen. Auf **internationaler Ebene** führt die Segmentierung dazu, dass Europa derzeit nicht in der Lage ist, mit einer Stimme zu sprechen, womit es erschwert wird, die eigenen Vorstellungen bei Verhandlungen mit Aufsichtsbehörden in anderen Ländern durchzusetzen.

215. Auf mittlere Sicht wird es daher unumgänglich sein, einen einheitlichen Rahmen für die Finanzaufsicht in der Europäischen Union zu schaffen. Als Modell hierfür könnte die Struktur des Europäischen Systems der Zentralbanken dienen (Speyer und Walter, 2007). Es vereint eine umfassende europäische Lösung mit starken dezentralen Elementen, so dass ein hohes Maß an Effizienz mit einer ausgeprägten nationalen Repräsentation einhergeht. In einem solchen **Europäischen System der Bankenaufsicht** (ESB) würden die nationalen Aufsichtsinstitutionen mit einer neu zu schaffenden europäischen Aufsichtsbehörde zusammengefasst. Dabei würden die nur im nationalen Rahmen tätigen Banken von einer nationalen Institution beaufsichtigt werden, für die europaweit agierenden Institute wäre der europäische Regulator zuständig. Im Rahmen des ESB könnten systemisch relevante Daten und Informationen zusammengefasst, verarbeitet und für die beteiligten nationalen Institutionen zugänglich gemacht werden. Ein europäisches System der Bankenaufsicht würde sich zudem durch eine generelle Unabhängigkeit gegenüber den nationalen Regierungen auszeichnen, was zumindest in der Form der „operationellen Unabhängigkeit“ in den Basler Grundprinzipien für eine effektive Bankenaufsicht gefordert wird.

216. Eine zentrale Frage für die zukünftige Organisation der Bankenaufsicht ist dabei die **Rolle der nationalen Zentralbanken**. In der Praxis findet man heute unterschiedliche Lösungsansätze. In einer Reihe von Ländern (Irland, Spanien, Niederlande) liegt die Verantwortung in den Händen der Notenbank. Dabei kann es sich, wie das Beispiel der Central Bank and Financial Services Authority of Irland zeigt, um eine eigenständige Aufsichtsstruktur innerhalb einer Notenbank handeln, die jedoch durch eine Mutter-Tochter-Beziehung gekennzeichnet ist. Das Vereinigte Königreich hat mit der Financial Services Authority eine Lösung gewählt, bei der die Notenbank über keine aufsichtsrechtliche Kompetenzen verfügt. Ähnliche institutionelle Regelungen existieren in Japan und Kanada. In Deutschland, Österreich, Belgien und Frankreich findet man Lösungen, bei denen diese Funktion von der Notenbank zusammen mit einer staatlichen Aufsichtsbehörde wahrgenommen wird.

217. Die Frage, ob der Notenbank die Verantwortung für die Bankenaufsicht übertragen werden soll, wird kontrovers diskutiert (Europäische Zentralbank, o.J.).

- Für eine Zusammenfassung von Bankenaufsicht und Geldpolitik sprechen Synergien, die sich durch den Austausch von Informationen ergeben, bessere Reaktionsmöglichkeiten bei systemischen Risiken sowie die weitgehende Unabhängigkeit von politischen Einflüssen.

- Als Gründe für eine Trennung beider Funktionen werden mögliche Interessenkonflikte zwischen Finanzmarktstabilität und Geldwertstabilität genannt, die Tendenz zur Vermischung von Versicherungen, Banken und anderen Finanzdienstleistern sowie die Gefahr einer zu hohen Machtkonzentration bei den Notenbanken.

218. Die Synergien aus der **gemeinsamen Nutzung von Informationen** sind sowohl für die Geldpolitik als auch für die Bankenaufsicht von Vorteil. Wie die Erfahrungen mit der zu expansiven Zinspolitik der Federal Reserve in den Jahren 2004 und 2005 belegen, muss eine Notenbank neben dem Ziel der Geldwertstabilität immer auch die Finanzmarktstabilität im Blick haben. Mikroökonomische Informationen, die sich aus der Bankenaufsicht ergeben, sind eine wichtige Informationsquelle, um frühzeitig gesamtwirtschaftliche Überhitzungstendenzen zu erkennen (Goodhart, 2000). Umgekehrt zeigen die Fehlentwicklungen in diesem Jahr, dass sich die Bankenaufsicht nicht darauf beschränken darf, die Bonität von Bankaktiva allein aus einer mikroökonomischen Perspektive zu beurteilen. Genau das wird deshalb in Basel II für die Säule 2 gefordert, bei der das aufsichtsrechtliche Überprüfungsverfahren darauf ausgerichtet ist, externe Faktoren und dabei den Einfluss der Konjunkturentwicklung abzudecken, die bei der Berechnung der Mindesteigenkapitalanforderungen nicht berücksichtigt werden können. Bei einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtung hätten die Gefahren, die sich aus der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten für die Qualität verbriefteter Forderungen ergeben, besser erkannt werden können. Zudem verfügt die Notenbank aus ihrem Refinanzierungsgeschäft, aus der Aufsicht über den Zahlungsverkehr und generell aufgrund ihrer Marktnähe über eindeutige Informationsvorteile gegenüber einer isoliert arbeitenden Bankenaufsichtsbehörde.

219. Vorteile bei **systemischen Risiken** ergeben sich daraus, dass eine mit der Bankenaufsicht betraute Notenbank die Funktion des *Lender of last Resort* gezielter wahrnehmen kann. In der Regel sollen in einer solchen Situation die Liquiditätshilfen nur an illiquide, aber solvente Banken geleistet werden (Bagehot, 1873). Dies setzt voraus, dass die Notenbank über die Solvenz aller Institute umfassend informiert ist. Sie kann dann auch eher die Schließung eines einzelnen Instituts vornehmen, da sie mögliche Domino-Effekte besser einschätzen kann als eine Aufsichtsbehörde, die über die Liquiditätssituation am Geldmarkt nicht direkt informiert ist. Wie problematisch eine Trennung dieser Funktionen sein kann, verdeutlicht die Situation im Vereinigten Königreich, wo der Gouverneur der Bank of England in einem Brief an den Finanzminister vom 12. September 2007 eine Unterstützung der Banken durch die Notenbank öffentlich ablehnte und einen Tag später in vollem Umfang für die Hypothekenbank Northern Rock eintreten musste. Die Glaubwürdigkeit der Bank of England wie auch die Banken- und Finanzaufsicht hat durch diese Entwicklungen gelitten.

Im Krisenfall kann sich auch die Unabhängigkeit der Notenbank gegenüber dem Finanzministerium als vorteilhaft erweisen. Die nationale Politik hat bei Problemen einer inländischen Bank den Anreiz, bei Störungen auf die Hilfe der nationalen oder der Europäischen Zentralbank zu hoffen. Dies kann ein rechtzeitiges Eingreifen verhindern oder zumindest verzögern (Hellwig, 2007). Dafür ist allerdings entscheidend, dass die Notenbank in ihrer Funktion als *Lender of last Resort* grundsätzlich unabhängig von politischer Einflussnahme agieren kann. Andernfalls würde sich

hier ein Einfallstor für die allgemeine Wirtschaftspolitik in den Bereich der Geldpolitik öffnen, das mit erheblichen Risiken für das Ziel der Geldwertstabilität verbunden sein könnte.

220. Als größter Nachteil einer Bündelung beider Funktionen bei der Notenbank werden **Interessenkonflikte** zwischen der Stabilität des Geldes und der der Finanzmärkte gesehen. Es wird befürchtet, dass die Inflationsbekämpfung im Fall von Finanzmarktkrisen ins Hintertreffen geraten könne. Dabei ist zunächst festzustellen, dass solche Situationen in der Regel mit einer sehr schwachen Konjunktur und damit allenfalls begrenzten Gefahren für die Geldwertstabilität einhergehen. Wichtiger erscheint, dass eine für die Bankenaufsicht verantwortliche Notenbank bei ihrer Zinspolitik von vornherein negative Effekte für die Systemstabilität antizipieren wird. Dies wird insbesondere dadurch gefördert, dass Bankenzusammenbrüche nachteilige Effekte für die Reputation des Regulators haben. Unter den Verhältnissen der Europäischen Währungsunion erscheint dieses Argument noch weniger relevant, da die einzelnen nationalen Notenbanken nur noch einen sehr begrenzten Einfluss auf die Zinspolitik des Gesamtsystems ausüben, so dass von Finanzmarktkrisen, die sich auf ein einzelnes Mitgliedsland konzentrieren, kein negativer Einfluss auf die geldpolitische Ausrichtung der Europäischen Zentralbank ausgehen könnte.

221. Als Argument gegen eine unabhängige Rolle der Notenbank im Bereich der Bankenaufsicht wird angeführt, dass mit der Schließung von Banken **Kosten für den Steuerzahler** verbunden seien, die letztlich vom Finanzministerium verantwortet werden müssten. Aus diesem Grund sei es erforderlich, dass die Aufsichtsinstitution einer direkten oder indirekten politischen Kontrolle unterliege.

Dieser Sichtweise ist entgegenzuhalten, dass sich durch das Schließen einer insolventen Bank in der Regel keine fiskalischen Kosten ergeben. Die Verluste müssen vielmehr von den Aktionären, nicht abgesicherten Kreditgebern und der zuständigen Einlagensicherungseinrichtung getragen werden. Wenn die Regierung ein besonderes politisches Interesse daran hat, eine insolvente Bank am Leben zu halten, ist ihr das grundsätzlich möglich, sie muss diesen Einsatz öffentlicher Mittel dann aber gegenüber der Öffentlichkeit vertreten.

Konsequenzen für den Steuerzahler ergeben sich nur für den Fall, dass die Insolvenz einer großen oder auch mehrerer kleinerer Banken mit systemischen Risiken verbunden ist, wobei die Diagnose einer solchen Situation nicht immer ganz einfach zu treffen ist.

- Weicht die Notenbank von der Regel ab, wonach sie als *Lender of last Resort* nur gute Aktiva erwerben soll, und akzeptiert auch „schlechte“ Forderungen, erleidet sie Verluste aus ihrem Refinanzierungsgeschäft. Da der Notenbankgewinn der Regierung zusteht, wird der „Steuerzahler“ damit indirekt belastet.
- Hält sich die Notenbank streng an die Regel, dass sie nur gute Aktiva ankauft, muss sich die Regierung bereit erklären, für die Verluste der Bank einzustehen. Erweisen sich diese als dauerhaft, ergibt sich eine direkte fiskalische Belastung.

In einer solchen Krisensituation dürfte es von sekundärer Bedeutung sein, ob die Bankenaufsicht von einer unabhängigen Notenbank oder einer politisch abhängigen Aufsichtsbehörde wahrgenommen wird. Die entscheidenden Handlungsparameter sind die Bereitstellung von Liquidität durch die Notenbank, wobei sie in dieser makroökonomischen Funktion grundsätzlich unabhängig von der Regierung agieren sollte, und die Übernahme von Garantien durch die Regierung. Wie die Rettungsaktion für Northern Rock verdeutlicht (Bank of England, 2007), verfügt die Aufsichtsbehörde in einer solchen Situation über keine aktiven Eingriffsmöglichkeiten. Dabei setzt eine erfolgreiche Krisenbewältigung grundsätzlich eine sehr enge Kooperation zwischen Notenbank, Aufsichtsbehörde und Regierung voraus.

222. Das Argument der **Machtkonzentration** hat unter den Verhältnissen der Europäischen Währungsunion ebenfalls an Bedeutung verloren. Wenn den nationalen Notenbanken durch die Bankenaufsichtsfunktion zusätzliche Bedeutung zuwächst, ist dabei zu berücksichtigen, dass sie mit dem Übergang zu einer einheitlichen Geldpolitik erheblich an Macht verloren haben. Nicht ganz so leicht von der Hand zu weisen ist dieses Argument, sofern europaweit agierende Banken direkt von der Europäischen Zentralbank beaufsichtigt würden. Hier müsste durch umfassende Pflichten zur Rechenschaftslegung gegenüber dem Europäischen Parlament für ein entsprechendes Gegengewicht gesorgt werden.

Einheitliche Bankenaufsicht durch die Deutsche Bundesbank

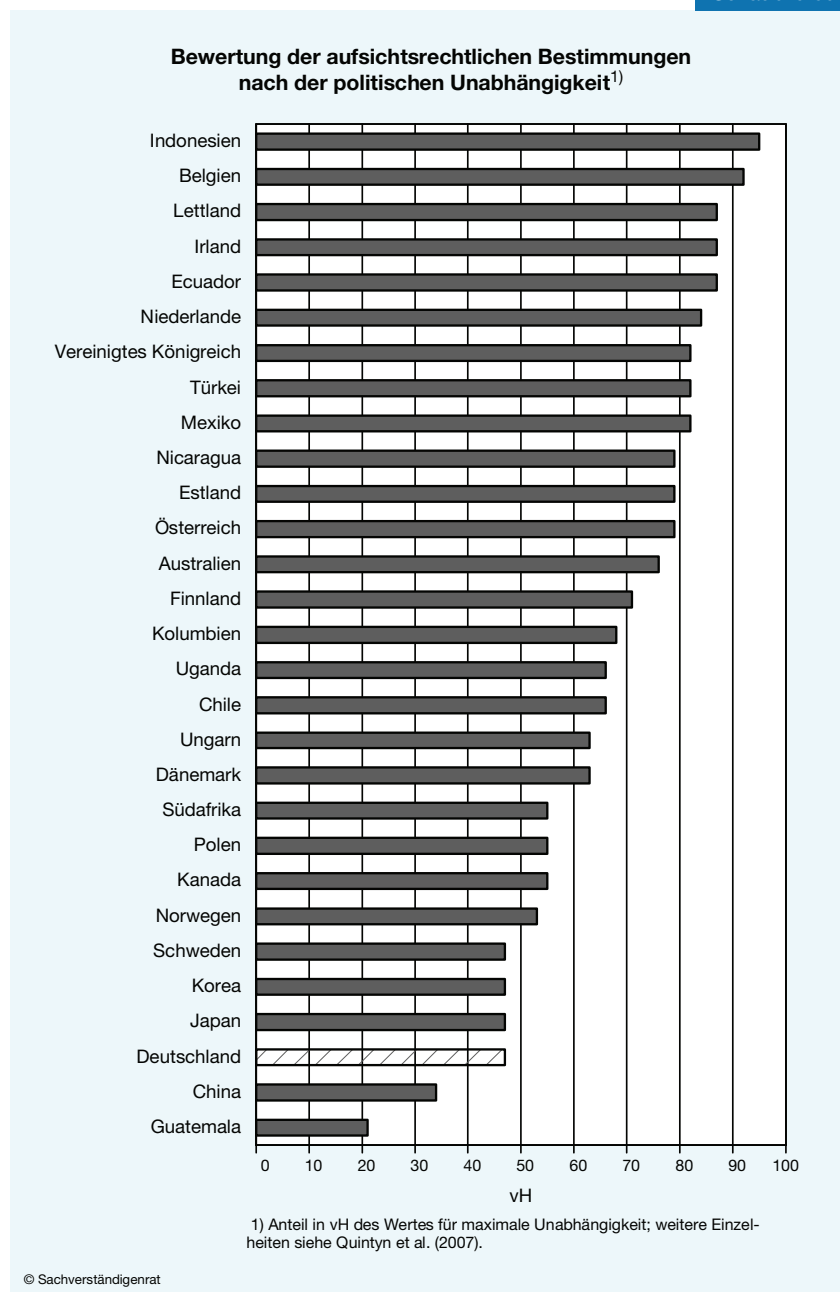
223. Das Ziel einer in das Europäische System der Zentralbanken integrierten Bankenaufsicht wird sich nicht in kurzer Zeit realisieren lassen. Gleichwohl wäre es auf der nationalen Ebene möglich, durch die Übertragung von aufsichtsrechtlichen Kompetenzen an die nationale Notenbank hierfür möglichst bald die notwendigen institutionellen Voraussetzungen zu schaffen. Für Deutschland würde das bedeuten, die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in die Bundesbank zu integrieren. Als institutionelles Modell wäre an die irische Lösung einer Central Bank and Financial Services Authority zu denken.

224. Für die Banken hätte dies den Vorteil, dass das derzeitige Nebeneinander von zwei Institutionen durch eine Aufsicht aus einer Hand abgelöst würde. Ein auf einer umfassenden Befragung basierendes Gutachten des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, zeigt, dass die Banken die **unklare Rollenverteilung** zwischen BaFin und der Deutschen Bundesbank kritisieren (DIW, 2006). Es sei nicht immer klar, welche der beiden Institutionen ihr Ansprechpartner sei, die Abstimmung zwischen BaFin und Deutsche Bundesbank sei unzureichend, und es sei geradezu eine „Aufsichtskonkurrenz“ festzustellen. Dabei werden die Kompetenz, der Praxisbezug und die Reaktionsgeschwindigkeit der Mitarbeiter der Bundesbank erheblich besser beurteilt als die der BaFin. Generell schätzen die Banken die Fähigkeit der Aufsicht, Probleme rechtzeitig aufzugreifen, als nicht sehr hoch ein. Die Befragten sind auch der Auffassung, dass die beiden nationalen Institutionen nur sehr begrenzt in der Lage seien, internationale Regulierungen positiv zu beeinflussen. Relativ schlecht wird auch die Orientierung der Aufsicht am individuellen Risiko eines Instituts beurteilt.

225. Unter Effizienzgesichtspunkten spricht daher vieles dafür, anstelle von zwei Institutionen eine einheitliche Bankenaufsicht in Deutschland zu etablieren. Bei einer solchen Lösung würde

sich allerdings die Frage der politischen Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank stellen. Derzeit untersteht die BaFin der **Rechts- und Fachaufsicht** des Bundesministeriums der Finanzen (§ 2 Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz). Im internationalen Vergleich verfügt Deutschland damit über eine sehr starke politische Abhängigkeit der Bankenaufsicht. Eine Studie von Quintyn et al. (2007) zeigt, dass unter den dort betrachteten Ländern nur in China und Guatemala ein noch größerer Staatseinfluss besteht (Schaubild 53).

Schaubild 53



226. Die geldpolitische Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank spricht nicht grundsätzlich gegen eine gleichzeitige Zuständigkeit in der Bankenaufsicht (Deutsche Bundesbank, 2000). Entscheidend ist dabei Artikel 108 EG Vertrag, der die Unabhängigkeit der Zentralbanken auf die ihnen nach dem EG-Vertrag und dem ESZB-Statut übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten beschränkt. Dabei ist im hierfür maßgeblichen Aufgabenkatalog von Artikel 105 Ab-

satz 2 EG Vertrag die Bankenaufsicht nicht enthalten. Diese Funktion würde die Bundesbank dann – wie andere Notenbanken des Eurosystems – als eine „nationale Aufgabe“ nach Artikel 14.4 ESZB Satzung wahrnehmen, bei der eine Weisungsabhängigkeit durch die nationale Regierung möglich ist.

227. Denkbar wäre aber auch eine weitgehende **Unabhängigkeit** der Deutschen Bundesbank auch im Bereich der Bankenaufsicht. Ein Beispiel für ein solches Modell sind die Bestimmungen für Irland, bei denen die Notenbank lediglich zu Konsultationen mit dem Finanzminister und zu Anhörungen durch das Parlament verpflichtet ist.

4. Ansätze für mehr Transparenz

228. In der Diskussion der letzten Wochen sind verschiedene Vorschläge entwickelt worden, wie die Transparenz auf den internationalen Finanzmärkten verbessert werden kann. Zum jetzigen Zeitpunkt ist eine abschließende Beurteilung nicht möglich, da nach wie vor Unklarheiten über das Ausmaß und die Auswirkungen der Krise bestehen. Es sollten daher keine vorschnellen Schritte unternommen werden, zumal das Inkrafttreten von Basel II nicht unerhebliche Fortschritte in Richtung mehr Transparenz bringen wird. Ansätze, die im Folgenden diskutiert werden, sind das Konzept eines Kreditregisters, ein Verhaltenskodex für Hedgefonds, eine eigenständige Ratingskala für verbrieftete Produkte und verbesserte Informationen über den Verbleib der besonders riskanten Equity-Tranche.

229. Dabei darf nicht übersehen werden, dass die in Deutschland in diesem Jahr aufgetretenen Banken Krisen wohl kaum auf eine mangelnde Transparenz zurückzuführen sind. So war beispielsweise dem am 28. Juni 2007 veröffentlichten Geschäftsbericht 2006/2007 der IKB zu entnehmen, dass das Institut Eventualverbindlichkeiten in Höhe von 17,7 Mrd Euro eingegangen war. Auch über die im Vergleich zum haftenden Eigenkapital extrem hohen Engagements der Sachsen LB waren die Aufsichtsbehörden seit Jahren informiert.

Was ändert sich durch Basel II?

230. Einige Regulierungslücken, die zur Finanzkrise in diesem Jahr beigetragen haben, sind schon länger bekannt gewesen und sie werden deshalb im Rahmen der neuen – Ende 2006 in Kraft getretenen – bankaufsichtsrechtlichen Bestimmungen von Basel II entsprechend berücksichtigt. Da sich Deutschland einer Übergangsregelung bedient, galten im Sommer 2007 noch die Bestimmungen von Basel I, das neue Regelwerk findet erst im nächsten Jahr Anwendung.

- Grundsätzlich kommt es durch die Vorschriften von Basel II dazu, dass die **Risiken von strukturierten Produkten** besser erfasst werden. Ein zentraler Beitrag hierzu ist die Säule 3, die von den Banken erhebliche zusätzliche Offenlegungspflichten einfordert, die sich insbesondere auf die mit verbrieften Krediten verbundenen Risiken beziehen. So muss eine Bank beispielsweise angeben, welche Rolle (Originator, Investor, Betreuer von forderungsunterlegten *Commercial-Paper*-Programmen) sie bei einer Verbriefung eingenommen hat. Zudem wird in der Säule eine Unterscheidung zwischen *Prime*- und *Subprime*-Krediten vorgenommen, während dies bei Basel I nicht der Fall war.

- Das neue Regelwerk sieht vor, dass die in der aktuellen Krise besonders problematischen **Kreditlinien** grundsätzlich mit Eigenkapital unterlegt werden müssen, während dies bisher für Fristen unter 364 Tagen nicht erforderlich war. Im Standardansatz von Basel II unterliegen – nicht jederzeit fristlos oder vorbehaltlos kündbare – Kreditzusagen einem Kreditumrechnungsfaktor von 20 vH, wenn ihre Laufzeit ein Jahr nicht übersteigt. Für eine entsprechende Kreditzusage wird damit allerdings nur ein Fünftel des Eigenkapitals benötigt wie für einen Kredit gleicher Qualität. Der Anreiz, über *Conduits* oder *SIVs* eine Regulierungsarbitrage zu betreiben, wird damit zwar reduziert, es kann für eine Bank aber immer noch vorteilhaft sein, Kredite an eine Zweckgesellschaft auszulagern und dafür eine Kreditzusage abzugeben.
- Eine Verbesserung ergibt sich auch bei der Behandlung von **Großkrediten**. Hier wurden Kreditzusagen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr nicht berücksichtigt, was insbesondere im Fall der IKB unangemessen hohe Engagements ermöglichte. Im Rahmen von Basel II müssen die Zusagen grundsätzlich zu 50 vH bei den Großkreditbestimmungen berücksichtigt werden.
- Die Risiken der **Liquiditätstransformation**, die ebenfalls wesentlich zu der Krise beigetragen haben, werden im Regelwerk von Basel II allerdings nur teilweise berücksichtigt. In der für die Eigenkapitalunterlegung maßgeblichen Säule 1 wird für das Liquiditätsrisiko keine eigenständige Risikovorsorge gefordert. Allerdings sieht die Säule 2 vor, dass ein Institut über Standards für das interne Management und Controlling der Liquiditätsrisiken verfügt.
- Ein weiteres grundsätzliches Problem von Basel II und seiner Umsetzung in der Europäischen Union besteht darin, dass die Berichterstattung durch die Banken nur einmal im Jahr erfolgen wird. Dies ist aufgrund der erheblichen bürokratischen Belastung – vor allem für kleinere Institute – verständlich. Bei den raschen Veränderungen, die auf den Finanzmärkten stattfinden, reduziert sich dadurch jedoch der Wert der auf diese Weise gewonnenen Informationen.

Mehr Transparenz durch ein europäisches Kreditregister

231. In der Bankenaufsicht vieler Länder wird seit langem das Instrument des Kreditregisters eingesetzt, um sowohl der Aufsicht als auch den Kredit gebenden Banken eine höhere Transparenz über die Schuldner zu verschaffen. Dabei handelt es sich um ein meist von der Notenbank oder der Aufsichtsbehörde organisiertes System, dem die Banken regelmäßig (meist monatlich) alle Kredite melden, die über einen bestimmten Betrag hinausgehen. Die dort verfügbaren Informationen über Schuldner stehen den meldenden Instituten im Sinne einer „**Evidenzzentrale**“ zur Verfügung.

In **Deutschland** wurde eine Meldepflicht für Millionenkredite Mitte der Dreißiger Jahre eingeführt, da sich in der Weltwirtschaftskrise gezeigt hatte, dass die Banken über die Gesamtverschuldung ihrer Kreditnehmer vielfach nicht ausreichend informiert waren und deshalb nicht selten in Schwierigkeiten gerieten (Deutsche Bundesbank, 1998). Nach § 14 in Verbindung mit § 2 Kreditwesengesetz (KWG) sind alle Kreditinstitute mit Sitz in Deutschland (einschließlich ihrer Zweigstellen und Tochtergesellschaften im Ausland) und alle Zweigstellen ausländischer Kreditinstitute in Deutschland vierteljährlich zur Meldung verpflichtet. Die Anzeigepflicht gilt für alle Engagements gegenüber Kreditnehmern im In- und Ausland, deren Verschuldung 1,5 Mio Euro oder mehr beträgt. Sie gilt auch für verbrieftete Forderungen sowie derivative bilanzunwirksame Geschäfte (Swapgeschäfte, Termingeschäfte, Optionsrechte mit Ausnahme der Stillhalterverpflichtung von Optionsgeschäften). Bei derivativen Geschäften ist der so genannte Kreditäquivalenzbetrag maß-

gebend, der in der Regel nach der Marktbewertungsmethode zu ermitteln ist. Ebenso müssen kurzfristige Interbankkredite mit einer Laufzeit von bis zu 90 Tagen angezeigt werden.

In der **Europäischen Währungsunion** findet man das Instrument des Kreditregisters in Belgien, Frankreich, Italien, Österreich, Portugal und Spanien. Dabei sind die Grenzen für die Meldepflicht deutlich geringer als in Deutschland. Dies bringt zum Ausdruck, dass das Register in diesen Ländern nicht nur als ein Instrument der Bankenaufsicht benutzt wird, für die vor allem Klumpenrisiken von Interesse sind, sondern als ein Instrument für die Kreditpolitik der Banken. Das Problem niedriger Schwellenwerte besteht zum einen darin, dass die Komplexität des Systems damit erheblich steigt, zum anderen wird damit der Spielraum für privatwirtschaftlich organisierte Auskunftssysteme, wie zum Beispiel in Deutschland die Schutzgemeinschaft für allgemeine Kreditsicherheit (Schufa), eingeschränkt. In einer Reihe von Ländern werden neben der reinen Meldung von Krediten auch Informationen über die Zahlungsfähigkeit von Kreditnehmern gespeichert. In Frankreich, Italien und Spanien wird zudem ein Rating des Schuldners durch die Kredit gebende Bank vorgenommen und den Teilnehmern verfügbar gemacht (Tabelle 22).

Tabelle 22

Übersicht über Kreditregister im Euro-Raum

Land	Name des Registers	Institution, die das Register führt	Gründungsjahr	Mindestbetrag für die Meldepflicht (Euro)	Frequenz der Meldung
Belgien	Centrale des crédits	Banque Nationale de Belgique	1967	25 000	monatlich
Deutschland	Evidenzzentrale für Millionenkredite	Deutsche Bundesbank	1934	1 500 000	vierteljährlich
Frankreich	Service Centrale des Risques	Banque de France	1946	76 000	monatlich
Italien	Centrale dei Rischi	Banca d'Italia	1962	75 000	monatlich
Österreich	Großkreditevidenz	Österreichische Nationalbank	1986	350 000	monatlich
Portugal	Serviço de Centralização de Riscos de Crédito	Banco de Portugal	1978	50	monatlich
Spanien	Central de Información de Riesgos	Banco de España	1962	6 000	monatlich

Quelle: Miller (2003) und Informationen der entsprechenden Institutionen.

232. Die unterschiedlichen Regelungen über Kreditregister in der Europäischen Währungsunion spiegeln den segmentierten Zustand der europäischen Bankenaufsicht wider. Immerhin existiert eine Working Group on Credit Registers (WGCR) als Arbeitsgruppe des Banking Supervision Committees des Europäischen Systems der Zentralbanken. Ergebnis dieser Kooperation ist ein seit Mitte Juni 2005 existierender Austausch von Informationen über Firmenkredite („**Euro-Evidenz**“), an der sich die Zentralbanken der sieben Mitgliedsländer beteiligt haben, die über ein nationales Kreditregister verfügen.

Für die nationalen Bankenaufsichtsbehörden und die nationalen Banken besteht die Möglichkeit in der Form von „ad hoc“-Anfragen, Informationen über die Verschuldung von Kreditnehmern aus den beteiligten Ländern zu erhalten. Grundlage hierfür ist ein *Memorandum of Understanding*, das

zwischen diesen Zentralbanken im Jahr 2003 unterzeichnet wurde. Dieses enthält eine Öffnungsklausel, wonach sich an dem Verfahren weitere Länder mit vergleichbaren Kreditregistern beteiligen können.

233. Diese Bestimmungen bieten eine gute Grundlage für eine größere Transparenz für die Aufsichtsbehörden wie auch für die Kreditinstitute in der Europäischen Währungsunion. Nach den krisenhaften Entwicklungen in diesem Jahr wäre eine noch weitergehende Vernetzung und eine größere regionale Reichweite dieser „Euro-Evidenz“ ein wichtiger Beitrag für mehr Finanzmarktstabilität.

- An die Stelle der „ad hoc“-Anfragen könnte auf der europäischen Ebene ein regelmäßiger Datenaustausch treten, wie er bereits im nationalen Rahmen gegeben ist. Dies würde eine Vereinheitlichung der hierfür verwendeten Daten erfordern. Denkbar wäre, die hoch angesetzte Meldgrenze der Bundesbank heranzuziehen, um die Komplexität des Verfahrens zu begrenzen, und dass der Austausch nur vierteljährlich erfolgt.
- Andere EU-Länder könnten Großkreditregister etablieren und sich damit an der „Euro-Evidenz“ beteiligen. Die bestehende institutionelle Struktur hat dabei den großen Vorteil, dass sie ein graduelles Vorgehen erlaubt und selbst dann funktionsfähig ist, wenn sich einzelne Staaten für andere Lösungen entscheiden.

234. Die auf diese Weise geschaffene zusätzliche Transparenz wäre ein gewisses Substitut für eine fehlende einheitliche EU-weite Aufsicht. Den nationalen Aufsichtsbehörden würde so eine stärkere europäische Perspektive eröffnet. Wie eine Studie von Artigas (2004) zeigt, können Kreditregister einen wichtigen Beitrag für die im Rahmen von Basel II eingeführte **Säule 2** leisten, da sie der Bankenaufsicht ein umfassendes Bild über Kreditnehmer bieten, insbesondere darüber, welche Kredite besonders risikobehaftet sind.

235. Für die an den Kreditregistern bereits teilnehmenden **Kreditinstitute** wäre eine bessere Vernetzung der Daten und eine größere regionale Abdeckung ebenfalls von Vorteil. Bei gleichem bürokratischen Aufwand wie bisher würden sie sehr viel bessere Informationen aus dem System zurückerhalten. Dies würde zugleich einen Vorteil gegenüber Instituten aus jenen Ländern darstellen, die sich an einer solchen „Euro-Evidenz“ nicht beteiligen, so dass vom Markt ein Anreiz zur Ausweitung auf andere Mitgliedsländer der Währungsunion bestünde.

236. Neben einem graduellen und pragmatischen Ausbau der bestehenden Regelungen könnte man desweiteren an die Einführung eines europaweiten oder sogar **globalen Kreditregisters** denken. Diese Idee wurde bereits im Jahr 2000 vom Financial Stability Forum in die Diskussion eingebracht, wobei sich die Berichtspflichten auf Hedgefonds beschränken sollten. Dabei wurde allerdings auf die Schwierigkeiten der Umsetzung verwiesen, die sich bei Hedgefonds daraus ergeben, dass diese ihre Positionen sehr rasch verändern, was eine sehr häufige Erhebung erforderte, und dass es sich dabei um derivative Produkte handelt, deren Kreditäquivalent nicht immer einfach zu ermitteln ist (EZB, 2006b). Eine solche Initiative wurde auf internationaler Ebene mehrfach diskutiert, fand allerdings keine Mehrheit.

Anstelle eines Kreditregisters gibt es im Vereinigten Königreich halbjährliche Umfragen der **Financial Services Authority**, bei denen offene Positionen der als Prime Broker tätigen Banken gegenüber Hedgefonds und der *Leverage* dieser Institutionen systematisch erfasst werden. Eine systematischere und konsistentere Erfassung der konsolidierten Risiken von Banken gegenüber Hedgefonds wird ebenso vom Financial Stability Forum in seinem vorläufigen Bericht für die G7-Finanzminister und Notenbankpräsidenten vom Oktober 2007 empfohlen.

Initiativen für mehr Transparenz von Hedgefonds

237. Eine wesentliche Ursache für die Intransparenz des Finanzsystems besteht darin, dass Transaktionen in zunehmendem Maße über Akteure abgewickelt werden, die sich der Aufsicht durch nationale Behörden entziehen. Dies gilt für die als Quasi-Banken agierenden Zweckgesellschaften ebenso wie für die **Hedgefonds**.

238. Bisher besteht ein weitgehender Konsens, dass eine **direkte Regulierung** von Hedgefonds nicht erforderlich ist, da sie – anders als Banken oder Investmentfonds – ihre Mittel nur von professionellen Investoren zur Verfügung gestellt bekommen, die in der Lage sind, die mit solchen Engagements verbundenen Risiken zu beurteilen. Zudem besteht bei einer staatlichen Aufsicht die Gefahr des „moral hazard“, das heißt, dass sich Anleger in falscher Sicherheit wiegen, die eigene Risikovorsorge vernachlässigen und im Schadensfall auf öffentliche Mittel hoffen. Anstelle der staatlichen Aufsicht soll die Marktdisziplin treten, also die Kontrolle durch die Anleger. Diese Philosophie wird besonders deutlich im jüngsten Bericht der Arbeitsgruppe des US-amerikanischen Präsidenten über die Prinzipien und die Richtlinien bezüglich privater Pools of Capital. Dort wird festgestellt, dass die Marktdisziplin durch Gläubiger, Kontrahenten und Investoren der effektivste Mechanismus zur Begrenzung des systemischen Risikos privater Kapitalpools sei.

239. Da Banken – vor allem als *Prime-Broker* – intensiv mit Hedgefonds zusammenarbeiten, kommt ihnen bei diesem Konzept der „**indirekten Regulierung**“ eine wichtige Funktion zu. Zum einen stellen sie die für den Leverage erforderlichen Kredite zur Verfügung und bestimmen damit den Risikograd von Fonds, zum anderen werden sie als deren Gläubiger und Geschäftspartner unmittelbar von auftretenden Schwierigkeiten betroffen.

240. Eine mangelnde Transparenz erschwert es den Banken, für die Geschäfte mit Hedgefonds eine angemessene Risikovorsorge, insbesondere im Rahmen des *Internal Ratings Approach* von Basel II vorzunehmen. Die Schweizerische Nationalbank hat deshalb ein Konzept vorgeschlagen, bei dem die **Prime-Broker** selbst gewisse *Best-Practice-Standards* ausarbeiten (Hildebrand, 2007). Die Aufsichtsbehörden sollen dann sicherstellen, dass diese von allen *Prime-Broker* wirksam umgesetzt werden. Konkret geht es dabei insbesondere um folgende Punkte:

- *Prime-Broker* sollten in der Lage sein, sich ein genaues Bild über die Risikolage ihrer größten Kunden zu machen.
- *Prime-Broker* müssen die Entwicklung der von Hedgefonds hinterlegten Sicherheiten genau verfolgen. Dies umfasst auch die Durchführung von Stresstests zur Schätzung der zukünftigen offenen Positionen.

241. Ein anderer Ansatz besteht darin, dass sich die Hedgefonds selbst auf einen bestimmten Verhaltenskodex (*Code of Conduct*) einigen. Hierzu wurde von der Bundesregierung im Juni 2007 für den G8-Gipfel ein entsprechender Vorschlag entwickelt. Diese Anstöße sind jetzt von einer Gruppe führender Hedgefonds-Manager aufgegriffen worden („Large-Report“ Hedge Fund Working Group, 2007). Sie schlagen Best Practice Standards vor, die sich unter anderem auf die Investitionsstrategie, die Bewertungsverfahren, das Risikomanagement und die Vermeidung von Interessenkonflikten beziehen. Die Übernahme dieser Prinzipien soll allerdings auf einer freiwilligen Basis erfolgen.

Mehr Transparenz im Verbriefungsprozess

242. Eine weitere wichtige Ursache für die mangelnde Transparenz des internationalen Finanzsystems ist in der zunehmenden Verbriefung von Kreditbeziehungen zu sehen. Sie führt insbesondere dazu, dass

- der Inhaber einer Forderung nicht mehr direkt über die Situation seines Schuldners informiert ist,
- bei strukturierten und vor allem bei mehrfach strukturierten Papieren eine Einschätzung der Ausfallrisiken und des Wertes der Sicherheiten schwer möglich ist,
- aufgrund des Transfers von Kreditrisiken durch *Swaps* und die Tranchierung kaum noch zu identifizieren ist, von welchen Akteuren die besonders risikoreichen Parteien übernommen worden sind.

243. Als Reaktion auf die Turbulenzen wurden verschiedene Vorschläge entwickelt, wie eine größere Transparenz auf dem Markt für Verbriefungen erreicht werden könnte, wobei sich die Diskussion noch in einem frühen Stadium befindet. Dabei geht es insbesondere um die Verwendung der *Equity-Tranchen*, Mindeststandards für verbrieft Forderungen und eine spezielle Rating-Skala für diese Produkte.

244. Beim Transfer von Kreditrisiken stellt sich das Problem, dass Banken bei der Kreditvergabe und der sich daran anschließenden Überwachung der Kreditnehmer tendenziell zu geringe Standards anlegen, wenn sie in der Lage sind, die Ausfallrisiken auf andere Marktteilnehmer zu übertragen. Bei der Bewertung einer verbrieften Forderung kommt es demnach darauf an, ob der Originator über den Einbehalt der *Equity-Tranche* noch ein aktives Interesse an einer Kreditbeziehung besitzt oder ob er sich aller damit verbundenen Risiken entledigt hat.

Deshalb wurde der Vorschlag unterbreitet, dass die Erwerber strukturierter Papiere darüber informiert werden müssten, ob der Originator im Besitz der *Equity-Tranche* ist (Krahen, 2007). Diese Information müsste auch beim erstmaligen Rating und bei den laufenden Berichten der Rating-Agenturen berücksichtigt werden. Dabei stellt sich allerdings die Frage, wie die Einbehaltung der *Equity-Tranche* fortlaufend überwacht und entsprechend publik gemacht werden kann. Ein weitergehender Vorschlag bezieht sich auf den generellen Verbleib der *Equity-Tranche* beim Originator. In diesem Fall müsste geklärt werden, wie sich verhindern lässt, dass sich der Originator mit einem *Credit Default Swap* gegen die Risiken dieser Tranche absichert. Darüber hinaus ist zu fragen, ob

mit einer solchen Verpflichtung nicht die Vorteile der Verbriefung insgesamt gefährdet werden, da sie einer die Risikoallokation fördernden, breit gestreuten Verbreitung von Risiken im Wege steht.

245. Der Vorschlag, verbrieft Titel verstärkt über organisierte Börsen zu handeln, würde verhindern, dass es – wie in diesem Herbst – zu einer Situation kommt, in der es sehr schwierig ist, eine Bewertung von verbrieften Forderungen vorzunehmen (Cecchetti, 2007). Die Zulassung zum Handel würde insbesondere eine **Standardisierung der Produkte** erfordern, die einen wesentlichen Beitrag zu einer größeren Transparenz leisten könnte. Durch die verbesserte Abtretbarkeit der Produkte steigt auch ihre Liquidität.

246. In der Welt der Verbriefung kommt den **Rating-Agenturen** eine zentrale Rolle zu. Insbesondere bei komplexen Tranchierungsstrukturen sind die von ihnen vergebenen Ratings oft der einzige Anhaltspunkt für die Bewertung von Forderungen (Kasten 8). Deshalb ist in der aktuellen Krise sehr häufig Kritik an diesen Institutionen laut geworden.

247. Dabei muss man sich jedoch der Tatsache bewusst sein, dass Ratings „Meinungsäußerungen“ hinsichtlich Ausfallwahrscheinlichkeiten (Fitch und S&P) beziehungsweise erwarteter Verluste (Moody's) darstellen, jedoch kein Urteil darüber abgeben können, zu welchem Preis sich ein Aktivum absetzen lässt, wenn es vor seiner Fälligkeit veräußert werden soll. Dies ist ähnlich wie zum Beispiel bei einem antiken Möbelstück. Auch wenn ihm von einem Gutachter eine bestimmte Qualität und Epoche und damit ein bestimmter Schätzwert attestiert wird, kann der tatsächlich erzielbare Erlös erheblich niedriger ausfallen, wenn es in kurzer Zeit verkauft werden muss. Die Bonität im Sinne der Ausfallwahrscheinlichkeit ist eine wichtige Voraussetzung, aber keine Garantie für Liquidität, das heißt eine Veräußerung mit geringen Preisabschlägen. Dies gilt insbesondere dann, wenn sehr viele Investoren gleichzeitig sehr ähnliche Produkte auf den Markt bringen.

248. Es ist nicht angebracht, den Rating-Agenturen die Schuld für die aktuelle Krise zuzuschreiben. Ihre komparativen Vorteile liegen auf der **mikroökonomischen Ebene**, während krisenartige Entwicklungen meist gesamtwirtschaftlicher Natur sind und zugleich meist ein erhebliches Überraschungsmoment enthalten. Zu systemischen Risiken kommt es nicht, wenn genügend Marktteilnehmer die Risiken rechtzeitig antizipieren und sich entsprechend positionieren. Aus diesem Grund erscheint es wichtig, Notenbanken mit der Funktion der Bankenaufsicht zu betrauen, da sie sich durch einen besonderen makroökonomischen Sachverstand auszeichnen.

Dies bedeutet nicht, dass man auf Verbesserungen im Rating-Prozess verzichten sollte, insbesondere wenn es damit gelingt, die Transparenz der Verbriefungsprozesse zu verbessern. Ein wichtiger Ansatzpunkt hierfür ergibt sich aus den offensichtlichen Fehleinschätzungen vieler Investoren bezüglich der **Liquidität** wie auch der Risiken der von ihnen gehaltenen Papiere. Aufgrund der Strukturierung sind sie sehr anfällig für Veränderungen in den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen, so dass es bei ihnen zu sehr viel stärkeren Herabstufungen kommen kann als zum Beispiel bei Unternehmensanleihen mit einem vergleichbaren Rating. So war im Zeitraum der Jahre 1996 bis 2006 bei *CDOs* die Wahrscheinlichkeit einer Abstufung um mehr als eine Stufe doppelt so hoch wie bei Unternehmensanleihen gleicher Bonität (Bank of England, 2007). Diese Unsicherheit könnte dadurch zum Ausdruck gebracht werden, dass für strukturierte Produkte eine

eigenständige Rating-Skala geschaffen wird, wie sie heute bereits bei allen Agenturen für kurzfristige spekulative Emittenten besteht. Der in diesem Bereich verwendete Ansatz erscheint auch deshalb erfolgversprechend, weil hierbei Liquiditätsaspekten eine hervorgehobene Bedeutung zukommt.

Kasten 8

Rating-Agenturen

In der Welt der Verbriefung kommt den Rating-Agenturen eine zentrale Stellung zu. Sie führen ein **Monitoring** von verbrieften Krediten durch, das es Investoren erlaubt, solche Aktiva zu erwerben, ohne dafür die Vermittlung einer Bank in Anspruch zu nehmen. Diese Funktion hat im Zuge der **Tranchierung** von Kreditportfolios zusätzlich an Bedeutung gewonnen. Ohne die Bewertungen durch Rating-Agenturen wäre das enorme Wachstum des Marktes für strukturierte Produkte kaum denkbar gewesen.

Die Nachfrage nach Ratings wird in der Zukunft noch weiter zunehmen, da ihnen im so genannten **Standardansatz von Basel II** eine große Bedeutung zukommt. Danach wird das für die Eigenkapitalunterlegung maßgebliche Risikogewicht für Forderungen an Wirtschaftsunternehmen von ihrer Bewertung im Rating bestimmt. Es erstreckt sich von 20 vH (*AAA* bis *AA-*) über 50 vH (*A+* bis *A-*), 100 vH (*BBB+* bis *BB-*) bis zu 150 vH (unterhalb *BB-*). Auch wenn die Aufsichtsbehörden darauf verweisen, dass die Nutzung von Ratings die Banken nicht davon entbindet, eigenständige Analysen zu betreiben, kann es in der Praxis darauf hinauslaufen, dass sich einige Banken bei der Bewertung von strukturierten Produkten ausschließlich auf externe Ratings verlassen (Bank of England, 2007).

In der Vergangenheit sind die Rating-Agenturen immer wieder kritisiert worden, weil sie nicht rechtzeitig auf größere Störungen auf den Finanzmärkten hingewiesen haben (Partnoy, 2006):

- Die Ursprünge dieser Akteure gehen zurück auf das 19. Jahrhundert. In dieser Zeit bestand eine zunehmende Nachfrage nach Informationen über die **Emittenten von Eisenbahn-Anleihen**. Die Vielzahl der hierfür maßgeblichen Daten wurde erstmals von John Moody im Jahr 1909 kompiliert und Investoren entgeltlich zur Verfügung gestellt. Damals wurden die Agenturen also nicht von Emittenten, sondern von Anlegern finanziert. Die Reputation der Ratings erlitt im Jahr 1929 einen erheblichen Einbruch, da sie die starken Kursverluste von Anleihen im Zuge der Weltwirtschaftskrise nicht vorhergesehen hatten.
- In den folgenden Jahrzehnten stagnierte das Geschäft dieser Branche, nicht zuletzt aufgrund der Tatsache, dass die Urteile dieser Agenturen wenig informativ waren. Eine Studie für die Zeit von 1950 bis 1972 zeigt, dass sie keinen zusätzlichen Erkenntnisgewinn gegenüber den Marktpreisen bieten konnten und dass sie dabei zusätzlich noch eine erhebliche Verzögerung aufwiesen (Pinches und Singleton, 1978).
- In den neunziger Jahren gerieten die Agenturen in das Kreuzfeuer der Kritik, da sie bei der **Asienkrise** die Bewertungen der meisten Länder viel zu spät nach unten anpassten, dann aber

so massiv, dass einige Beobachter hierin ein krisenverstärkendes Element sahen (Ferri et al., 1999).

- Starke Kritik an der Praxis der Agenturen wurde auch beim Zusammenbruch des US-amerikanischen Energiekonzerns **Enron** im Jahr 2002 geübt, da das Unternehmen noch vier Tage vor seinem Bankrott als ein guter Schuldner beurteilt worden war.

Bei den Rating-Agenturen handelt es sich um spezielle Institutionen, die häufig als *Gatekeeper* des Finanzmarktes angesehen und in dieser Rolle vor allem mit Wirtschaftsprüfungsgesellschaften verglichen werden. Konstitutiv für das Geschäftsmodell der Agenturen ist die Tatsache, dass sie sich im Grunde als Finanzjournalisten sehen, die lediglich „**Meinungen**“ zu Unternehmen abgeben, wobei sie sich durch das in den Vereinigten Staaten verfassungsrechtlich verbriefte Recht der Meinungsfreiheit geschützt sehen. Entscheidend ist diese Einschätzung vor allem für die Frage von Schadensersatzverpflichtungen, da Agenturen damit – anders als Wirtschaftsprüfer – für fehlerhafte Angaben nicht verantwortlich gemacht werden können.

Eine zweite Besonderheit besteht in der ausgeprägt **oligopolistischen Marktstruktur**. Diese ergibt sich daraus, dass die Rating-Branche starke Elemente eines natürlichen Monopols aufweist, da ein Rating von einer weithin bekannten und renommierten Agentur wertvoller ist als das von einem neu in den Markt eingetretenen Unternehmen. Eine weitere Ursache für den schwach ausgeprägten Wettbewerb sind Marktzugangsbeschränkungen. So ist in den Vereinigten Staaten eine Zulassung als *Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO)* erforderlich, wobei es hierfür bis vor kurzem vorausgesetzt wurde, dass ein Anbieter „*generally accepted in the financial markets*“ war. So gab es im Jahr 2003 nur drei *NRSROs*: Moody's, Standard & Poors und Fitch Ratings. Die SEC hat mittlerweile vier zusätzliche Agenturen zugelassen, darunter zwei aus Japan. Zudem wurden die Zulassungsvorschriften etwas gelockert. Aber auch für das von der Deutschen Bundesbank zusammen mit der BaFin gemäß den §§ 52, 53 der Solvabilitätsverordnung vorgenommene Anerkennungsverfahren für Rating-Agenturen wird geprüft, ob ein Anbieter über „ausreichende Marktakzeptanz“ verfügt. Es existiert zwar noch eine Vielzahl kleinerer und auf gewisse Teilsegmente spezialisierter Agenturen, aber die weltweite Dominanz der beiden Marktführer ist unbestritten. In Deutschland kam es in der Vorbereitung auf Basel II zu einigen Neugründungen von Agenturen, die sich auf kleinere und mittlere Unternehmen spezialisiert haben.

Insgesamt konnten die Agenturen in den letzten Jahren ungewöhnlich hohe Renditen erzielen. So liegen die Gewinne von Moody's um ein Vielfaches über denen von Finanzmarkt-Presseagenturen wie Dow Jones oder Reuters (Partnoy, 2006).

Neben dieser spezifischen Marktposition sind nicht unerhebliche **Interessenkonflikte** möglich. Sie können grundsätzlich daraus resultieren, dass die Agenturen nicht wie früher von den Investoren bezahlt werden, sondern von den Emittenten der Anleihen, wobei rund 90 vH der Einnahmen der Rating-Agenturen aus dieser Quelle stammen. Dabei nehmen die Gebühren mit der Komplexität eines Produkts zu. Die damit verbundenen Interessenkonflikte können noch dadurch verstärkt werden, dass die Agenturen auch Beratungsdienstleistungen anbieten, wie zum Beispiel ein „indi-

katives“, das heißt privates Rating vor einer Emission, und dabei Ratschläge geben, wie eine Beurteilung verbessert werden kann (Covitz und Harrison, 2003).

Den Interessenkonflikten wirkt der **Reputationsverlust** entgegen, der sich bei gravierenden Fehlbewertungen ergibt. Eine Rating-Agentur, die wissentlich und systematisch falsche Bewertungen abgibt, wird das Vertrauen der Käufer von Wertpapieren schnell verspielen und damit auch den Wert ihrer Ratings für die Emittenten reduzieren. Die Frage ist, ob das Risiko eines Verlusts an Glaubwürdigkeit so hoch ist, dass es die negativen Anreizeffekte überwiegen kann. Die Ergebnisse einer Studie von Covitz und Harrison (2003) sprechen dafür, dass der Reputationseffekt dominant ist. Sie untersucht das Verhalten von Rating-Agenturen bei einer signifikanten Herabstufung eines großen Unternehmens. Eine solche Maßnahme hat zwei interessante Eigenschaften. Auf der einen Seite wird großen Herabstufungen eine hohe Beachtung in der Öffentlichkeit geschenkt, so dass damit Reputationsrisiken für eine Agentur verbunden sind, wenn die Herabstufung zu spät erfolgt. Auf der anderen Seite mag der Anreiz bei besonders großen Kunden besonders stark sein, mit schlechten Nachrichten zögerlich umzugehen. Die in der Studie vorgenommene Analyse einer großen Zahl von Herabstufungen ergibt jedoch, dass die Rating-Agenturen in der Revision der Bewertung von großen Unternehmen schneller und entschiedener vorgehen als bei kleineren, ein Befund, der darauf hinweist, dass die Glaubwürdigkeit für die Agenturen tatsächlich ein wichtiges Gut ist. Eine Untersuchung der US Securities and Exchange Commission (2003) kommt ebenfalls zu dem Befund, dass von solchen Konflikten generell kein negativer Einfluss auf das Rating von Emissionen ausgehe. Problematischer wurden allerdings die Beratungsleistungen im Zusammenhang mit der Begebung von Anleihen gesehen.

Die Diskussion über Fehlanreize und Interessenkonflikte von Rating-Agenturen führte in den letzten Jahren zu einer Reihe von Vorschlägen für eine stärkere Regulierung. Im Jahr 2003 verabschiedete das Technische Komitee der IOSCO eine Empfehlung mit Prinzipien zur Selbstregulierung der Branche und im Jahr 2004 einen darauf aufbauenden *Code of Conduct* für Rating-Agenturen. Zu den Prinzipien zählen insbesondere:

- Rating-Agenturen sollen rigorose und systematische Bewertungsmodelle benutzen und sie regelmäßig der historischen Validierung unterziehen, um die Qualität und Integrität des Rating-Prozesses zu gewährleisten.
- Die Methoden und Verfahren zur Erstellung des Ratings, insbesondere Definitionen der Rating-Kategorien und der Kriterien für einen Ausfall des Kreditgebers, sowie der Zeithorizont eines Ratings sind zu veröffentlichen. Ebenso sollten die Ausfallraten für jede Kategorie publiziert werden, um ein Urteil über die Verlässlichkeit der jeweiligen Kategorie zu erlauben.
- Agenturen sollen Tätigkeiten oder Beziehungen vermeiden, die Zweifel an der Unabhängigkeit und Objektivität der Rating-Verfahren begründen könnten.
- Das Rating sollte nicht durch bestehende oder erwartete Geschäftsbeziehungen zu einem Emittenten berührt und nicht aus Gründen beendet werden, die nicht mit der Rating-Prüfung selbst zusammenhängen.
- Soweit die Rating-Agentur Einkünfte aus weiteren Geschäftsbeziehungen mit den von ihnen bewerteten Emittenten erhält, sollte dies veröffentlicht werden.

Grundsätzlich können auf diese Weise Interessenkonflikte begrenzt werden. Darüber hinaus wird zu prüfen sein, ob weitergehende Maßnahmen nötig sind, um den besonders ausgeprägten Interessenkonflikt zwischen Beratung und Bewertung zu entschärfen. Diese Problematik lag in ähnlicher Form bei Wirtschaftsprüfern und bei Investmentbanken vor. Sie wurde gelöst, indem das Beratungs- und das Bewertungsgeschäft voneinander abgetrennt wurden, entweder indem man sie mit „Chinesischen Mauern“ versehen hat oder indem sie in verschiedene Unternehmen aufgespalten wurden.

Zusammenfassung

249. Das zentrale Problem der letzten Monate ist ein massives Defizit an **Transparenz**. Es liegt in der Natur eines stärker marktbasiereten Finanzsystems begründet, bei dem Kreditrisiken – über mehrere Zwischenschritte – leicht transferiert und dann von nicht regulierten Akteuren gehalten werden können. Ein wichtiger Fortschritt dürfte in dieser Hinsicht durch das neue Regelwerk von **Basel II** erreicht werden, das in seiner Säule 3 umfassende und detaillierte Offenlegungspflichten insbesondere für verbriefte Produkte fordert. Auch die Eigenkapitalunterlegung für Kreditlinien wird durch Basel II erhöht. Ein weiterer Beitrag zu mehr Transparenz könnte durch eine bessere Integration der im Euro-Raum bestehenden **Kreditregister** erzielt werden, denkbar wäre auch den Kreis der Teilnehmerländer zu erweitern. Wichtige Informationen über **Hedgefonds** können durch regelmäßige Befragungen der *Prime-Broker* gewonnen werden, wie sie seit einiger Zeit von der Bank of England durchgeführt werden. Darüber hinaus sind diese Akteure zunehmend bestrebt, durch Verhaltensregeln mehr Transparenz für die Öffentlichkeit zu schaffen. Um die Kreditrisiken in der Welt der Verbriefung besser abschätzen zu können, erscheint es hilfreich, dass die Anleger und vor allem die Rating-Agenturen darüber informiert sind, ob die besonders riskante **Equity-Tranche** noch vom ursprünglichen Kreditgeber gehalten wird. Außerdem könnten die Agenturen durch eine **spezifische Skala** für strukturierte Produkte deutlich machen, dass es sich hierbei tendenziell um weniger liquide und mit einem höheren Risiko einer Neubewertung behafteten Aktiva handelt als bei Staats- oder Unternehmensanleihen. Schließlich wäre auch daran zu denken, eine größere **Standardisierung** der Produkte vorzunehmen, dies würde nicht nur deren Transparenz, sondern auch ihre Liquidität verbessern.

250. Die Krise der internationalen Finanzmärkte stellt die Wirtschaftspolitik vor eine schwierige Herausforderung. Zum einen sehen sich Notenbanken und teilweise auch Finanzministerien im Zugzwang, das Bankensystem durch sehr weit reichende Interventionen zu stützen, auch wenn sie sich dabei der Tatsache bewusst sind, dass sie damit für die Zukunft das Risiko des „**moral hazard**“ noch erhöhen. Zum anderen ist es für die Bankenaufsicht wie auch für die Politik schon grundsätzlich nur schwer möglich, Regelungen so zu formulieren, dass sie ein zukünftiges Fehlverhalten von Banken und anderen Akteuren verlässlich ausschließen. Die nationale Verankerung der Regulierungsbehörden und entsprechende spezifische Interessen sind dabei eine zusätzliche Hürde, da im Grunde nur ein koordiniertes Vorgehen in der Lage ist, Lösungen zu formulieren, die der globalen Vernetzung der Finanzmärkte angemessen Rechnung tragen.