DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit
„Die EU-Finanzreform als Reaktion auf die Finanz- und Weltwirtschaftskrise 2008 – Brüche versus Kontinuitäten“

Verfasser
Georg Gaag

angestrebter akademischer Grad
Magister der Philosophie (Mag. phil.)

Wien, 2012

Studienkennzahl lt. Studienblatt: A300
Studienrichtung lt. Studienblatt: Diplomstudium Politikwissenschaft
Betreuer: Dr. Thomas Sablowski
Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .......................................................... 7
Abkürzungsverzeichnis .......................................................... 8

1. Einleitung ........................................................................... 11
   1.1 Politikwissenschaftliche Relevanz .................................. 11
   1.2 Fragestellung und Aufbau der Arbeit ........................... 12
   1.3 Finanzialisierung ......................................................... 13

2. High-Level Group und De-Larosière-Bericht ..................... 17
   2.1 High-Level Group ....................................................... 17
       2.1.1 Zusammensetzung der High-Level Group ............... 18
       2.1.2 Zu erwartende Art und Reichweite der Reformen .... 24
   2.2 Report of the High-Level Group on Financial Supervision ...... 25
       2.2.1 Ursachen der Krise ............................................. 25
       2.2.2 Abhilfe durch Politik und Regulierung .................. 26
       2.2.3 Abhilfe durch EU-weite Aufsicht .......................... 30
       2.2.4 Abhilfe auf globaler Ebene .................................. 32
   2.3 Zwischenfazit ........................................................... 33

3. Europäisches System der Finanzaufsicht ............................ 37
   3.1 Die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden ..................... 38
       3.1.1 Errichtung und Rechtsstellung ................................ 40
       3.1.2 Organisation ...................................................... 41
       3.1.3 Aufgaben und Befugnisse der Behörden .................. 44
       3.1.4 Gemeinsame Gremien der Europäischen Aufsichtsbehörden .................................................. 51
   3.2 Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) .......... 53
       3.2.1 Organisation ...................................................... 54
       3.2.2 Aufgaben des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken .................................................. 57
   3.3 Zwischenfazit ........................................................... 58
4. Regulierung von Derivaten ................................................................. 67
  4.1 Einleitung ....................................................................................... 67
  4.2 Derivate ......................................................................................... 68
    4.2.1 Optionsgeschäfte (Options) ...................................................... 69
    4.2.2 Futures .................................................................................... 70
    4.2.3 Swaps ....................................................................................... 72
  4.3 Derivate im heutigen Kapitalismus .................................................. 76
    4.3.1 Eigentum und Derivate ............................................................... 77
    4.3.2 Credit Default Swaps (CDS) und Collateralized Debt Obligations (CDOs) ................................................................. 78
    4.3.3 Die Rolle von Kreditderivaten in der Krise ................................. 80
  4.4 Maßnahmen der Europäischen Union .............................................. 85
    4.4.1 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps ........................................... 85
    4.4.2 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister .................................................. 90
  4.5 Zwischenfazit ................................................................................... 93

5. Ein neuer Regulierungsrahmen für Ratingagenturen ............................. 97
  5.1 Einleitung ....................................................................................... 97
    5.1.1 Die europäischen und internationalen Rahmenbedingungen vor Inkrafttreten der Verordnung 102
  5.2 Eine neue Verordnung zur Regulierung von Ratingagenturen .......... 105
    5.2.1 Begründung und Hintergrund der Verordnung .......................... 105
    5.2.2 „Neue“ Regeln für die Abgabe von Ratings ............................ 107
  5.3 Zwischenfazit .................................................................................. 112

6. Fazit ................................................................................................... 117

7. Literatur ............................................................................................. 121

Abstract ................................................................................................... 133
Lebenslauf ............................................................................................... 135
Abbildungsverzeichnis

| Abb. 1 | Vorschlag für ein neues europäisches Finanzaufsichtssystem | 32 |
| Abb. 2 | Europäisches System der Finanzaufsicht | 59 |
| Abb. 3 | Rechte und Pflichten im Optionsgeschäft – Kaufoption (Call) | 70 |
| Abb. 4 | Rechte und Pflichten im Optionsgeschäft – Verkaufsoption (Put) | 70 |
| Abb. 5 | Pflichten bei Future-Kontrakten | 72 |
| Abb. 6 | Die gängigsten Swaps | 73 |
| Abb. 7 | Pflichten beim Zins-Swappgeschäft | 73 |
| Abb. 8 | Chancen und Risiken beim Zins-Swapgeschäft | 74 |
| Abb. 9 | Die Entwicklung von Credit Default Swaps | 81 |
| Abb. 10 | Moody’s Aktienkursentwicklung im Vergleich zu den größten Investmentbanken | 101 |
| Abb. 11 | Moody’s versus *Major Financial Publishers* | 101 |
Abkürzungsverzeichnis

<table>
<thead>
<tr>
<th>Abkürzung</th>
<th>Bedeutung</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>ABS</td>
<td>Asset-Backed Security</td>
</tr>
<tr>
<td>AEI</td>
<td>American Enterprise Institute</td>
</tr>
<tr>
<td>AIG</td>
<td>American International Group</td>
</tr>
<tr>
<td>BaFin</td>
<td>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht</td>
</tr>
<tr>
<td>BBVA</td>
<td>Banco Bilbao Vizcaya Argentinia</td>
</tr>
<tr>
<td>BIS</td>
<td>Bank for International Settlement</td>
</tr>
<tr>
<td>BIZ</td>
<td>Bank für Internationalen Zahlungsausgleich</td>
</tr>
<tr>
<td>CCP</td>
<td>Central Counterparty</td>
</tr>
<tr>
<td>CDO</td>
<td>Collateralized Debt Obligation</td>
</tr>
<tr>
<td>CDS</td>
<td>Credit Default Swaps</td>
</tr>
<tr>
<td>CEBS</td>
<td>Committee of European Banking Supervision, heute EBA</td>
</tr>
<tr>
<td>CEIOPS</td>
<td>Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, heute EIOPA</td>
</tr>
<tr>
<td>CEPS</td>
<td>Centre for European Policy Studies</td>
</tr>
<tr>
<td>CESR</td>
<td>Committee of European Securities Regulators, heute ESMA</td>
</tr>
<tr>
<td>CRA</td>
<td>Credit Rating Agency / Ratingagentur</td>
</tr>
<tr>
<td>DWG</td>
<td>Derivatives Working Group</td>
</tr>
<tr>
<td>EBA</td>
<td>European Banking Authority / Europäische Bankenaufsichtsbehörde</td>
</tr>
<tr>
<td>EBRD</td>
<td>European Bank for Reconstruction and Development / Europäische Bank Für Wiederaufbau und Entwicklung</td>
</tr>
<tr>
<td>ECOFIN</td>
<td>Economic and Financial Affairs Council / Rat für Wirtschaft und Finanzen</td>
</tr>
<tr>
<td>EIPOA</td>
<td>European Insurance and Occupational Pensions Authority / Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung</td>
</tr>
<tr>
<td>EK</td>
<td>Europäische Kommission</td>
</tr>
<tr>
<td>EP</td>
<td>Europäisches Parlament</td>
</tr>
</tbody>
</table>
ESA  Europäische Aufsichtsbehörden
ESFS  European System of Financial Supervision / Europäisches Finanzaufsichtssystem
ESMA  European Securities and Markets Authority / Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
ESME  European Securities Markets Expert Group / Expertengruppe Europäische Wertpapiermärkte
ESRB  European Systemic Risk Board / Europäischer Ausschuss für Systemrisiken
ESRC  European Systemic Risc Council / Europäischer Rat für Systemrisiken
ESZB  Europäisches System der Zentralbanken
EZB  Europäische Zentralbank
FSA  Financial Services Authority
FSF  Financial Stability Forum / Forum für Finanzstabilität
HLG  High-Level Group (De-Larosiére-Gruppe)
IASB  International Accounting Standards Board
IOSCO  International Organization of Securities Commission
ISDA  International Swaps and Derivatives Association
IWF  Internationaler Währungsfond
MBS  Mortgage Backed Securities
NGO  Non-governmental organization / Nichtregierungsorganisation
NRSRO  Nationally Recognized Statistical Rating Organization
OECD  Organization for Economic Cooperation and Development / Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OTC  Over-The-Counter
SEC  Security Exchange Commission
WEED  World Economy, Ecology & Development
WFA  Wirtschafts- und Finanzausschuss
1. Einleitung

1.1 Politikwissenschaftliche Relevanz

Relativ lange wurden Finanzmärkte und deren Regulierung vor allem von ökonomischer und juristischer Seite analysiert und bewertet. In den letzten Jahrzehnten ist die Bedeutung der Finanzmärkte jedoch so stark gestiegen, dass es anderer, neuer Perspektiven bedarf.


Die Auseinandersetzung mit Finanzmärkten ist eine politikwissenschaftliche Herausforderung. Doch „[D]ie politikwissenschaftliche


1.2 Fragestellung und Aufbau der Arbeit


---

\(^1\) Finanzialisierung kann der Theorie der Politischen Ökonomie zugeordnet werden.

\(^2\) Der IWF schätzt die Gesamtkosten auf 11,9 Billionen US-Dollar (http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/5995810/IMF-puts-total-cost-of-crisis-at-7-1-trillion.html)

Im nächsten Kapitel widmet sich die Arbeit der Regulierung von Derivaten. Dabei soll sowohl die Funktionsweise von derivativen Finanzinstrumenten erläutert werden, ebenso wie ihr Aufstieg im Prozess der Finanzialisierung – mit besonderem Augenmerk auf die Jahre kurz vor Ausbruch der Krise. Im Anschluss werden die Maßnahmen der Europäischen Union zur Regulierung von Derivaten untersucht.


1.3 Finanzialisierung


_financialization refers to the increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions, and financial elites in the operation of the economy and its governing institutions, both at the national and international level (Epstein 2002: 3)._

Eine einheitliche Definition von Finanzialisierung hat die bisherige Debatte nicht hervorgebracht, dennoch lässt sich in den oben genannten Entwicklungen ein gemeinsamer Kern feststellen. Bei allen AutorInnen wird eine Verschiebung von Einkommen aus Lohnarbeit hin zu Profiten aus Finanzgeschäften konstatiert (ebd., 39):

I define financialization as a pattern of accumulation in which profit making occurs increasingly through financial channels rather than through trade and commodity production (Krippner 2005: 174; in: ebd., 39).


Im Gegensatz zum Fordismus⁶, der eine relativ stabile Phase kapitalistischer Entwicklung bedeutete, ist die Ära der zunehmender Finanzialisierung

---

³ „FIRE is the industry group comprised by finance, insurance and real estate“ (Krippner 2005: 179).
⁴ „Fordismus“ bezeichnet eine Phase, die etwa in den 30er Jahren begann, in der „(...) sich auf der Basis eines spezifischen Klassenkompromisses zwischen Kapitalisten und Lohnabhängigen ein institutionelles Gefüge entwickelt hatte, das ein paralleles


---


5 Das Geschäftsmodell von Banken veränderte sich im Zuge der Finanzialisierung. Da Unternehmen Kredite vermehrt über die Finanzmärkte und nicht von Banken aufnahmen, richteten Banken ihr Geschäftsmodell neu aus und beteiligten sich an Spekulationen (Sabloswki 2008).
**Definition von „Bruch“**


---

\(^6\) Es handelt sich hierbei um keine allgemeine Definition und bezieht sich somit ausschließlich auf den in dieser Arbeit verwendeten Begriff.
2. High-Level Group und De-Larosière-Bericht

2.1 High-Level Group


Übergeordnetes Ziel ist die Schaffung eines effizienteren, stärker integrierten und nachhaltigeren europäischen Aufsichtssystems sowie der Ausbau der Zusammenarbeit zwischen europäischen Aufsichtsbehörden und ihren internationalen Partnern (IP/08/1679).

Im Detail wird die sogenannte High-Level Group\(^9\) mit folgenden Aufgabengebieten betraut:

- „how the supervision of European financial institutions and markets should best be organised to ensure the prudential soundness of institutions, the orderly functioning of markets and thereby the protection of depositors, policy-holders and investors;
- how to strengthen European cooperation on financial stability oversight, early warning mechanisms and crisis management, including the management of cross border and cross sectoral risks;

---

\(^7\) IP/08/1679 European Commission Press Release, vom 11.11.2008

\(^8\) Tatsächlich waren es später nur männliche Experten, deshalb werde ich in diesem Fall nur die männliche Form verwenden.

\(^9\) High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Von der EU und Dritten wird sie auch als „de Larosière Gruppe“ bezeichnet. Im Rahmen dieser Arbeit werden beide Bezeichnungen verwendet.
Kommissionspräsident José Manuel Barroso beauftragte Jacques de Larosière mit der Formierung der High-Level Group. Unter de Larosière’s Vorsitz sollen schließlich im Frühjahr 2009 die Ergebnisse vorgelegt werden, an denen sich die Kommission orientieren wird.

2.1.1 Zusammensetzung der High-Level Group

Die Art der Antwort auf eine Frage hängt entscheidend davon ab, an wen sie gerichtet wird. Besonders trifft dies auf politische Fragen zu. Ziel dieser Analyse wird es sein, die Mitglieder der High-Level Group zu beleuchten. Dabei wird die These vertreten, dass bereits die Zusammensetzung der Gruppe die Tragweite der Reformvorschläge maßgeblich bestimmen wird.

Charlie McCreevy, damaliger EU-Kommissar für den Binnenmarkt und den Dienstleistungssektor, zeigte sich in einer Rede beim Institute of International & European Affairs davon überzeugt, dass es in den letzten Jahren zu einem regulatory capture durch Finanzmarkakteure gekommen sei: „Their lobbies have been strong and powerful“. Wenn selbst der als liberale Marktwirtschaftler geltende McCreevy zu dieser Erkenntnis gekommen ist, so dürfte man bei der Auswahl der Mitglieder der High-Level Group größte Sensibilität erwarten. Immerhin hat die Gruppe eine enorme Verantwortung und großen Einfluss darauf, wie sich die Regulierung von Finanzmärkten zukünftig gestalten wird. Die Vorschläge von de Larosière und seinen Experten sind für die Kommission zwar nicht bindend, doch sollen sie die Richtung vorgeben und in den nächsten Jahren nach und nach umgesetzt werden.

10 Übersetzt: Gefahr einer Beeinflussung der Aufsichtsbehörde
Jacques de Larosière


Eurofi acts as a catalyst for the market and as a neutral go-between, connecting diverse financial industry players and the public authorities.

Eurofi brings together financial institutions of different sizes and statutes: domestic and cross-border banks and insurance companies with different legal statutes, broker dealers, asset managers, market infrastructures.

Our approach is to work with the different industry stakeholders concerned by a given subject in order to clarify the issues at stake, the opportunities, operational constraints and economic impacts and work out pragmatic and when possible consensual solutions. (http://www.eurofi.net/about_Eurofi/)

Zu den wichtigsten Mitgliedern zählen Banken wie Axa, BNP Paribas, Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan uvm. – also sämtliche Größen der Szene (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 5).

15 European Bank for Reconstruction and Development
16 http://investing.businessweek.com/businessweek/research/stocks/people/person.asp?personId=794104&ticker=FTE:US&previousCapId=367904&previousTitle=France%20Telecom Zugriff am 27.10.2011.
Darüber hinaus stimmte de Larosière in der Vergangenheit eher dafür, Regulationfragen den Finanzmarkakteuren selbst zu überlassen (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 5f). De Larosière bringt einerseits viel Erfahrung in die High-Level Group, aus kritischer Perspektive ist es jedoch nicht nachvollziehbar, warum die Wahl ausgerechnet auf einen „vom alten Schlag“ gefallen ist. De Larosière mag bestens vernetzt sein und das System wie kaum ein anderer kennen. Doch ob er die richtigen Impulse für eine effektive Finanzmarktregulierung und -aufsicht setzen kann, darf an dieser Stelle zumindest bezweifelt werden.

Leszek Balcerowicz

Leszek Balcerowicz ist ein bekannter polnischer Ökonom und war lange Zeit Präsident der polnischen Nationalbank. Als Finanzminister war er in den 1990er Jahren für die Transformation Polens in die Marktwirtschaft verantwortlich („Balcerowicz Plan“, oder auch „shock therapy“ (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 9)). Heute ist er Vorsitzender des neoliberalen Think Tanks Bruegel8, zu dessen Mitgliedern die Deutsche Bank, Goldman Sachs, UniCredit Group, Erste Bank uvm. zählen.19 Balcerowicz erhielt zahlreiche Auszeichnungen. Der Friedrich Hayek Preis wurde ihm 2001 in Deutschland verliehen21, 2007 wurde er vom wirtschaftsliberalen European Enterprise Institute22 zum Greatest European Reformer 2007 gekürt (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 9).

Enge Kontakte pflegt Balcerowicz zum neokonservativen American Enterprise Institute (AEI) und zum liberalen Cato Institute. Als er im April 2007 beim Cato Institute eine Rede hält, berichtet die Washington Post: 

*Yesterday, Balcerowicz was at the Cato Institute in Washington doing what he likes best – spreading the gospel of free markets and warning*

18 http://www.bruegel.org/about/ Zugriff am 28.10.2011
19 http://www.bruegel.org/about/members/ Zugriff am 28.10.2011
22 Das EEI sah die Gründe der Finanzkrise vor allem in der Intervention des Staates. Das EEI plädiert für freiere Finanzmärkte und weniger Regierungsinterventionen (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 9).
about the dangers of the modern welfare state. (...), he outlines the intellectual arguments for deregulation, privatization and lower taxes (...) 23

In einem von Balcerowicz veröffentlichten Artikel 24 aus dem Jahr 2010, wird seine ablehnende Haltung gegenüber staatlicher Regulierung zum wiederholten Mal deutlich. Inwiefern er die richtigen Impulse für eine Neuausrichtung der Finanzmarktregulierung setzen kann ist fraglich.

Otmar Issing


Über die Nominierung Issings schreibt The International Economy:

With the nomination to the group of Otmar Issing, former chief economist of the European Central Bank, U.S. investment bank Goldman Sachs landed a strategic coup. Since Issing, a highly paid adviser of Goldman Sachs in Frankfurt, was asked to head a similar “Expert Group” to advise German Chancellor Merkel on combating the financial crisis, Wall

---

Street’s powerhouse now has its own man in the most important new European expert panels – a nightmare for main rival Deutsche Bank.²⁸

Im September 2011 berichtet die Neue Zürcher Zeitung, dass Otmar Issing den Markt für die bessere Medizin hält und alles, was die Marktkräfte aushebe, abzulehnen sei.²⁹ Besonders aufgrund der engen Verbindungen zu Goldman Sachs, sind Interessenskonflikte zu seiner Aufgabe in der de Larosière Gruppe nicht auszuschließen.

Rainer Masera

Rainer Masera, der „Bankenfürst von Turin“³⁰, ist ein italienischer Banker, der in Schlüsselpositionen bei verschiedenen großen Banken beschäftigt war. Derzeit ist er Expert Member on the Board of the European Investment Bank³¹, die insbesondere wegen mangelnder Transparenz und Verantwortung (accountability) in die Kritik geriet (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 11). Zur Nominierung von Masera schrieb The International Economy:

The nomination to the group of Rainer Masera, a former managing director of Lehman Brothers which collapsed recently causing terrible losses to European institutions and investors, met with sharp criticism, (...).³²

Callum McCarthy


---

*Lars Nyberg*

Nyberg, einer der erfolgreichsten Söhne Schwedens\(^{34}\), war viele Jahre im Bankensektor beschäftigt, bevor er *Deputy Governor* der schwedischen Zentralbank wurde (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 12f). In einer Rede vom 15. Oktober 2008 plädiert er für mehr Regulierung, warnt jedoch gleichzeitig: „Meanwhile, it is important to make clear that we must not become overly zealous about regulation.”\(^{35}\)

*José Pérez*

Die meiste Zeit seiner Karriere verbrachte José Pérez bei der spanischen Nationalbank. Später wandte er sich dem Privatsektor zu und bekleidete die Position des *Managing Directors* bei der *Banco Bilbao Vizcaya Argentinia* (BBVA) (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 12).

*Onno Ruding*

Onno Ruding wechselte während seiner Karriere immer wieder zwischen öffentlichem und privatem Sektor. Er arbeitete für dem IWF und eine niederländische Bank, bevor er in den 1980er Jahren in die Politik vorstieß. Unter Ruud Ludders wurde er Finanzminister, eine Zeit, die für Deregulierung und Privatisierung steht. In den 1990er Jahren wurde er zum Vizevorsitzenden der *Citigroup* ernannt (Haar; Rowell; Vassalos 2009: 10f). Heute ist er Chairman des enorm einflussreichen neoliberalen Think Tanks *Centre for European Policy Studies* (CEPS) in Brüssel.\(^{36}\)

---

\(^{33}\) http://www.moneymarketing.co.uk/former-fsa-chair-callum-mccarthy-joins-jc-flowers/1002708.article Zugriff am 28.10.2011

\(^{34}\) http://www.europeanceo.com/profiles/lars-nyberg Zugriff am 28.10.2011

\(^{35}\) http://www.bis.org/review/r081017c.pdf Zugriff am 28.10.2011

\(^{36}\) http://www.ceps.eu/content/ceps-board-directors Zugriff am 28.10.2011
2.1.2 Zu erwartende Art und Reichweite der Reformen

Die High-Level Group um de Larosière wird bedeutenden Einfluss darauf haben, wie sich Finanzmarktregulierung und -aufsicht in den kommenden Jahren entwickeln werden. Obwohl die Vorschläge des Berichts in keiner Weise binden für die Kommission sind, so werden sie doch die Richtung vorgeben.

Zu Beginn dieser Arbeit wurde davon ausgegangen, dass bei der Formierung der High-Level Group darauf geachtet wird, ein breites Spektrum an wissenschaftlicher und praktischer Expertise zu vereinen. Dazu gehört selbstverständlich die Teilnahme kritischer AkteurInnen, die idealerweise bereits vor Ausbruch der Krise auf die riskante Entwicklung auf den Finanzmärkten hingewiesen haben.


2.2 Report of the High-Level Group on Financial Supervision\textsuperscript{37}

Am 25. Februar 2009, also nur wenige Monate nachdem Manuel Barroso den Auftrag erteilt hatte, wurde der Bericht der High-Level Group on Financial Supervision in the EU präsentiert. Der Bericht wird die Finanzmarktreform der EU bedeutend beeinflussen und richtungsweisend für die kommenden Jahre sein. Im Folgenden sollen nun die zentralen Forderungen der de Larosière Gruppe skizziert werden.

2.2.1 Ursachen der Krise

Im ersten Kapitel gehen de Larosière und seine Kollegen auf die Ursachen der Krise ein. Aus makroökonomischer Sicht sehen sie die Ausdehnung der Liquidität und niedrige Zinsen als Hauptursachen der Krise. Das rasch anwachsende Kreditvolumen trug zur Immobilienblase am US-Markt bei, doch funktionierte die Risikobepreisung von beispielsweise Collateralized Debt Obligations (CDOs) nicht mehr richtig. Das Modell der Verbriefung sieht die Gruppe als ökonomisch durchaus wünschenswert an, kritisiert jedoch die Undurchsichtigkeit riskanter Finanzprodukte (Absatz 6-18)\textsuperscript{38}.


Insgesamt wurde zu sehr auf die Risikomanagement-Fähigkeiten der Banken vertraut, doch gab es auch Schwierigkeiten beim Informationsaustausch und der gemeinsamen Entscheidungsfindung der Zentralbanken, Aufsichtsbehörden und Finanzministerien. Angesichts mangelnder


\textsuperscript{38} Da die Absätze in der englischen und deutschen Version des Berichts nummeriert sind, wird diesen (gegenüber den Seitenzahlen) der Vorzug gegeben.

\textsuperscript{39} Ratingagenturen werden in Kapitel 4, Seite 67 ausführlich beleuchtet.


2.2.2 Abhilfe durch Politik und Regulierung

Beseitigung von Regulierungsschwächen

Das Regelwerk „Basel II“ betreffend, empfiehlt die High-Level Group der Kommission, sich für einige grundlegende Überarbeitungen einzusetzen:

- Schrittweise Erhöhung der Mindestkapitalanforderungen
- Reduktion der prozyklischen Wirkung (bspw. durch die Förderung dynamischer Rückstellungen bzw. Eigenkapitalpuffern in wirtschaftlich erfolgreichen Zeiten)
- strengere Regeln für außerbilanzielle Posten und mehr Transparenz
verschärfte Vorgaben für das Liquiditätsmanagement
• die Vorschriften für die interne Kontrolle und das Risikomanagement sollen verstärkt werden
(Absatz 53-65)

Ratingagenturen (vgl. Kapitel 4, Seite 67) spielen an den Finanzmärkten eine ausschlaggebende Rolle, doch die Ratings waren bisher nicht zufriedenstellend und trugen zur Krise bei. Damit die Ratings möglichst „unabhängig, objektiv und von hoher Qualität“ sind, gibt die High-Level Group einige Empfehlungen ab:
• der CESR soll gestärkt werden und für die Zulassung sowie Beaufsichtigung von Ratingagenturen zuständig sein
• grundlegende Überprüfung von Geschäftsmodell und Finanzierung; Überlegung eines Modells, bei dem die Käuferseite für das Rating bezahlt (wäre jedoch deutlich komplizierter); Ausräumung von Interessenskonflikten
• eine spezielle Kennzeichnung (Codes) soll AnlegerInnen auf die Komplexität strukturierter Produkte hinweisen
(Absatz 66-72)

Bezüglich der Rechnungslegungsvorschriften hält die Gruppe umfassende Überlegungen über die Marktpreisbewertung für notwendig:
• Um gleiche Wettbewerbsbedingungen auf globaler Ebene sicherzustellen, sollen das International Accounting Standards Board (IASB) sowie andere standardsetzende Stellen eine gemeinsame transparente Methode für die Bewertung von Aktiva entwickeln.
• Stärkung der Aufsichts- und Leitungsstruktur des IASB
(Absatz 73-79)

Aus Sicht der Gruppe sollen den Behörden der Mitgliedstaaten wirksame Aufsichts- und Sanktionsbefugnisse zur Seite gestellt werden, da die derzeitigen Sanktionsordnungen generell zu schwach und zu heterogen bewerter werden (Absatz 83-84).

40 heute ESMA (European Securities and Markets Authority)
41 Marktpreisbewertung bezeichnet den Prozess der Bewertung von gehaltenen Aktiva (diese sind Schwankungen ausgesetzt).
Bisher wurden Hedgefonds und Investmentbanken wenig reguliert, da davon ausgegangen wurde, dass sie auf eigenes Risiko handelten. In der Krise hat sich jedoch gezeigt, dass sie gravierende systemische Probleme verursachen können. Der Bericht sieht nach wie vor nicht die Notwendigkeit, Investmentbanken und Hedgefonds den gleichen Regeln, wie sie für Banken gelten, zu unterwerfen. Dennoch gibt es einige Vorschläge:

- Finanzmarktteure mit potentieller Bedeutung für das System, sollen einer geeigneten Regulierung unterworfen werden
- Einführung einer Registrierungspflicht für Hedgefonds zur Erhöhung der Transparenz
- Angemessene Eigenkapitalanforderungen für Banken, die Hedgefonds betreiben
- Weiterentwicklung der gemeinsamen Vorschriften für Investmentfonds in der EU

(Absatz 85-92; 96-98)

Die Rolle der Derivatemärkte, insbesondere von Over-the Counter gehandelten Kreditderivaten, war für die Finanzkrise zentral, weshalb die Gruppe einige Empfehlungen abgibt:

- Vereinfachung und Standardisierung von OTC-Derivaten
- Einrichtung einer gut kapitalisierten zentralen Clearingstelle für Credit Default Swaps, mit der Pflicht, diese zu nutzen
- Emittenten von verbrieften Produkten sollen einen bedeutenden Anteil des unterliegenden Risikos für die gesamte Laufzeit des Instruments in ihren Büchern halten müssen.

(Absatz 93-95)

Ein kohärenter Regulierungsrahmen für Europa

Im Gegensatz zu anderen großen Ländern dieser Welt verfügt die EU über keinen kohärenten Regulierungsrahmen. Um einen reibungslos funktionierenden Binnenmarkt zu fördern, sollten jedoch gewisse Grundvorschriften harmonisiert sein. Dies bedeutet nicht, dass Vorschriften überall gleich sein müssen, doch brachte die derzeitige Inkohärenz Erschwernisse bei Krisenprävention und -management mit sich. Die Gruppe empfiehlt deshalb:
• Vermeidung von Rechtsvorschriften, die Spielraum für inkohärente Rechtsvorschriften lassen (betrifft die Mitgliedstaaten und die EU-Ebene)
• Beseitigung von Ausnahmeregelungen, die dem Finanzinnenmarkt schaden
• Wettbewerbsverzerrungen und Arbitragemöglichkeiten sollen eingeschränkt werden
• strengere Regeln sollen nach wie vor von Mitgliedstaaten auf nationaler Ebene beschlossen werden können
(Absatz 99-109)

Unternehmensführung. Hier sind nach Meinung der de Larosière Gruppe die größten Schwachstellen zutage getreten. Langfristige Interessen wurden von Anreizsystemen mit kurzfristiger Gewinnmaximierung zurückgedrängt, was die Finanzinstitute dazu veranlasste, hohe Risiken bei schlechter Kreditqualität einzugehen. Die Forderungen der Gruppe lassen sich wie folgt zusammenfassen:

• Reform der Rechnungslegung und dynamische Rückstellungen in Zeiten günstiger Konjunktur
• Änderung der Anreizstruktur im Vergütungssystem; Bonuszahlungen sollen auf mehrjähriger Basis berechnet werden und schrittweise über mehrere Jahre ausbezahlt werden – kurzfristiges Denken und Handeln soll dadurch eingedämmt werden
• Bonuszahlung sollen einer tatsächlichen Leistung entsprechen
(Absatz 110-121)

Für das interne Risikomanagement sieht die Gruppe einige Änderungen vor. So sollen die hauptverantwortlichen MitarbeiterInnen eine hohe Position im Unternehmen bekleiden und von anderen Funktionen losgelöst sein. Überdies sollen sie wirksame und unabhängige Stresstest durchführen können (Absatz 122-124).

Krisenmanagement und Krisenbewältigung. Die High-Level Group geht davon aus, dass es immer Krisen geben wird und das derzeitige System deshalb in vielen Punkten verbessert werden muss. Vor allem im Vergleich zu den USA fehlt ein kohärenter Rahmen für das Krisenmanagement und die Krisenbewältigung. Die Gruppe empfiehlt:

• Entwicklung eines transparenten, klaren Rahmens für das Krisenmanagement
die zuständigen (nationalen) Behörden sollen mit dem gleichen, angemessenen Instrumentarium für Krisenprävention und Krisenintervention ausgestattet werden; rechtliche Hindernisse für deren Einsatz sollen beseitigt werden

Harmonisierung von Einlagensicherungssystemen – im Idealfall vom Privatsektor vorfinanziert

(Absatz 125-143)

2.2.3 Abhilfe durch EU-weite Aufsicht


Die Gruppe schlägt die Gründung eines neuen Gremiums mit der Bezeichnung „Europäischer Rat für Systemrisiken“ (European Systemic Risk Council, ESRC) vor:

- Der ESRC setzt sich aus den Mitgliedern des erweiterten Rates von EZB/ESZB, den Vorsitzenden der Stufe-3-Ausschüsse sowie einem Vertreter der Europäischen Kommission zusammen
- im ESRC werden alle relevanten Informationen für die Finanzmarktstabilität gesammelt und analysiert
zwischen dem ESRC und den Behörden auf Mikroebene soll ein angemessener Informationsfluss stattfinden.

Aufgabe des ESRC ist es, gemeinsam mit dem 'Wirtschafts- und Finanzausschuss' (WFA), makroprudentielle Risiken zu ermitteln und Risikowarnungen auszugeben. Die zuständigen Behörden sollten daraufhin Maßnahmen treffen.

bei schwerwiegenden Risiken, soll der ESRC die Kommission und den WFA auffordern, eine Strategie auszuarbeiten

(Absatz 173-182)

Die Mikroebene betreffend, wird ein europäisches Finanzaufsichtssystem (European System of Financial Supervision, ESFS) vorgeschlagen:

• nationale Aufsichtsbehörden sind weiterhin für die laufende Aufsicht zuständig
• die Stufe-3-Ausschüsse sollen in drei neuen Behörden umgewandelt werden; Aufgabe wäre es, die Anwendung von Aufsichtsstandards zu koordinieren und eng mit nationalen Aufsichtsbehörden zusammenzuarbeiten
• das ESFS sollte politisch unabhängig sein (jedoch rechenschaftspflichtig gegenüber der Politik)

(Absatz 183-189)
2.2.4 *Abhilfe auf globaler Ebene*

Im letzten Kapitel des Berichts beschäftigt sich die High-Level Group mit der Förderung der Finanzstabilität auf globaler Ebene. Sie spricht sich für ein stärkeres, kohärenteres und vereinfachtes internationales Regulierungs- und Aufsichtssystem aus, das die bestehenden internationalen Einrichtungen besser nutzt. Um eine möglichst hohe regulatorische Konsistenz zu erreichen, soll sowohl der „Baseler Ausschuss für Banken-

Für die größten global tätigen Banken sieht der Bericht eine, nach eigenen Angaben, besonders strenge Beaufsichtigung vor. Einerseits setzt der Bericht auf Selbstkontrolle, indem den größten Instituten empfohlen wird, sich zumindest einmal jährlich mit ihrem Aufsichtskollegium zu treffen, um Gespräche über die Bewertung von Risiken zu führen. Andererseits wird von den zuständigen Behörden die nötige Sensibilität im Umgang mit den größten Finanzzkonglomeraten verlangt.\footnote{Hier fallen die Stichworte „too big to fail“, aber auch „too big to save“ (Absatz 234).} Hierzu wird es nach Ansicht der Gruppe nötig sein, die Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden zu stärken (Absatz 231-238).


2.3 Zwischenfazit

Die Analyse der einzelnen Akteure der High-Level Group zeigt auf, wie eng diese mit Finanzinstituten, neoliberalen Think Tanks und Regierungsinstitutionen verbunden sind. In insgesamt elf ganztägigen Sitzun-
Für die Aufsicht auf Makroebene ist der European Systemic Risk Council (ESRC) zuständig, die Aufsicht auf Mikroebene wird im European System of Financial Supervision (ESFS) zusammengefasst. Diese Aufteilung wird als kritisch betrachtet, da effektive Prävention und die Kontrolle von systemischen Risiken nur bei bester Zusammenarbeit funktionieren wird (Cotterli; Gualandri 2009: 14; Recine; Teixeira 2009: 21).

3. Europäisches System der Finanzaufsicht


3.1 Die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden


Im Folgenden soll der Entstehungsprozess der drei Europäischen Finanzaufsichtsbehörden eingehend analysiert werden. Die Grundlage der Analyse bilden die folgenden Dokumente:

- Ende November, bzw. Anfang Dezember 2009 veröffentlichte der Rat für Wirtschaft und Finanzen (ECOFIN) drei Kompromiss-

---


texte zu den drei 'Vorschlägen für Verordnungen': Ratsdokumente 16748/1/09 50; 16749/09 51; 16751/1/09 52. Teil der Analyse wird es sein, die Veränderungen in den Kompromissstexten hervorzuheben und darzustellen, inwiefern diese in die endgültige Verordnung eingeflossen sind.

• Die zentralen Dokumente dieses Kapitels stellen die drei endgültigen Verordnungen dar. Diese wurden am 24. November 2010, also rund ein Jahr nach den 'Vorschlägen für Verordnungen', vom Europäischen Parlament und vom Rat, nach Stellungnahmen der Europäischen Zentralbank und des 'Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses' beschlossen und im Amtsblatt der EU veröffentlicht:
  - Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 53 für die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) mit Sitz in London
  - Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 54 für die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersvorsorge (EIOPA) mit Sitz in Frankfurt am Main
  - Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 55 für die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) mit Sitz in Paris

Einerseits werden in diesem Kapitel die zentralen Elemente der Verordnungen deskriptiv dargestellt, um das „Europäische System für die Finanzaufsicht“ zu beleuchten. Andererseits werden die Abweichungen zwischen den unterschiedlichen Dokumenten (Verordnungsentwürfe, Kompromisstexte, Verordnungen) analytisch herausgearbeitet und bewertet. Anhand dessen sollen Modifikationen und mögliche Aufweichungen erörtert werden, die im Laufe der Entscheidungsfindung in die Verordnungen eingeflossen sind. Abschließend soll, unter Zuhilfenahme von Sekundärliteratur, eine Bewertung der bisherigen Schritte stattfinden.

Begriffsbestimmungen:

- „Behörde(n)“ bezieht sich auf die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (ESA)
- mit „zuständige Behörden“ sind unter anderem die nationalen Aufsichtsbehörden gemeint (eine genaue Definition ist in Art. 4, Abs. 2 der Verordnungen zu finden).

3.1.1 Errichtung und Rechtsstellung


---

Ratsdokumente 16748+16749+16751/09 (im Folgenden „ESA-VO-Kompromisstexte“).

Ziel der neu gegründeten Behörden (ESA) ist es, zur kurz-, mittel-, und langfristigen Stabilität und Effektivität des Finanzsystems beizutragen, um dadurch das öffentliche Interesse zu schützen. Zu Folgendem sollen sie beitragen:

- Verbesserung des Funktionierens des Binnenmarkts durch eine solide, wirksame und kohärente Regulierung und Überwachung
- Gewährleistung der Integrität, Transparenz, Effizienz und des ordnungsgemäßen Funktionierens der Finanzmärkte
- Ausbau der internationalen Koordination der Aufsicht
- Verhinderung von Aufsichtsarbitrage und Förderung gleicher Wettbewerbsbedingungen
- Gewährleistung, dass die Übernahme von Kredit- und anderen Risiken angemessen reguliert und beaufsichtigt wird
- Verbesserung des VerbraucherInnenschutzes

(ESA-VO: Art. 1, Abs. 5, a-f)


3.1.2 Organisation

*Rat der AufsichterInnen*

Der Rat der AufsichterInnen besteht aus

- dem/der nicht stimmberechtigten Vorsitzenden,
- dem/der Leiter/In der/die für die Beaufsichtigung von Kreditinstituten (EBA), FinanzmarktteilnehmerInnen (ESMA), Finanzinstituten (EIOPA) zuständigen nationalen Behörde jedes Mitgliedsstaats, der mindestens zweimal im Jahr persönlich erscheint,
- einem/r nicht stimmberechtigten Vertreter/In der Kommission,
• einem/r nicht stimmberechtigten VertreterIn der EZB (*nur* EBA),
• einem/r nicht stimmberechtigten VertreterIn des ESRB,
• je einem/r nicht stimmberechtigten VertreterIn der beiden anderen Europäischen Aufsichtsbehörden.

ESA-VO: Art. 40, Abs. 1, a-e/f


**Verwaltungsrat**

Der Verwaltungsrat besteht aus dem/der Vorsitzenden sowie sechs weiteren Mitgliedern, die von den stimmberechtigten Mitgliedern des Rates der AufseherInnen gewählt werden. Jedes Mitglied verfügt über

\[^5\] Darunter fallen technische Regulierungsstandards (Art. 10), Ausübung der Befugnisübertragung (Art. 11), Widerruf der Befugnisübertragung (Art. 12), Einwände gegen technische Regulierungsstandards (Art. 13), Nichtannahme oder Änderungen des Entwurfs eines technischen Regulierungsstandards (Art. 14), technische Durchführungsstandards (Art. 15) und Leitlinien und Empfehlungen (Art. 16).
eine Stimme und Beschlüsse werden mit einfacher Mehrheit gefasst. Er kommt mindestens fünfmal jährlich zusammen, in jedem Fall vor Sitzungen des Rats der AufseherInnen (ESA-VO: Art. 45, Abs. 1-4).


**VorsitzendeR**


**ExekutivdirektorIn**

Der/die ExekutivdirektorIn wird nach den gleichen Bestimmungen ernannt, die für den/die VorsitzendeN gelten (ESA-VO: Art. 51, Abs. 2). Die Amtszeit beträgt ebenfalls fünf Jahre und kann einmal verlängert werden.

Der/die ExekutivdirektorIn ist für die Leitung der Behörde verantwortlich und bereitet die Arbeiten des Verwaltungsrats vor. Dementsprechend ist er/sie für die Durchführung des Jahresprogramms verantwortlich, trifft alle erforderlichen Maßnahmen und erlässt interne Verwaltungsanweisungen und veröffentlicht Mitteilungen, um das Funktionieren gemäß der Verordnung zu gewährleisten (der Rat der AufseherInnen übernimmt eine Lenkungsfunktion und der Verwaltungsrat übt die Kontrolle aus) (ESA-VO: Art. 53, Abs. 1-3). Darüber hinaus ist der/die ExekutivdirektorIn bei der Ausarbeitung des (mehrjährigen) Arbeitspro-
gramms und des Haushaltsplans beteiligt und hilft bei der Regelung von Personaleangelegenheiten (ESA-VO: Art. 53, Abs. 4-8).

Die Organisation der Behörden wurde ohne große Änderungen aus den Verordnungs-Entwürfen übernommen.

3.1.3 Aufgaben und Befugnisse der Behörden

Kapitel II der Verordnungen definiert die Aufgaben und Befugnisse der ESA, die sich wie folgt zusammenfassen lassen:

- Die Behörden sollen Aufgaben und Zuständigkeiten an die zuständigen Behörden delegieren.
- Für den ESRB stellen sie eine wichtigen Schnittstelle dar, um durch die Weitergabe von Informationen die Erfüllung der Aufgaben des ESRB zu ermöglichen.
- Die Behörden sollen vergleichende Analysen (Peer Reviews) der zuständigen Behörden organisieren und durchführen. Mit der Herausgabe von Leitlinien und Empfehlungen, sowie der Bestimmung vorbildlicher Vorgehensweisen, sollen sie die Kohärenz der Aufsicht stärken.
- Die Behörden sollen Marktentwicklungen in ihrem Zuständigkeitsbereich überwachen und bewerten.
- Sie werden wirtschaftliche Analysen durchführen und Informationen sammeln, die sie zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben benötigen.
Förderung des EinlegerInnen- und AnlegerInnenschutzes (neu).

Die Behörden soll zur einheitlichen und kohärenten Funktionsweise der Aufsichtskollegien, zur Überwachung, Bewertung und Messung, zur Entwicklung und Koordinierung von Sanierungs- und Abwicklungsplänen beitragen (neu).

Um sicherzustellen, dass Informationen der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden, soll die Behörde auf ihrer Webseite Informationen veröffentlichen (neu).

Die Behörden sollen gegebenenfalls sämtliche Aufgaben der bisherigen Ausschüsse (CEBS; CEIOPS, CESR) übernehmen (neu).

ESA-VO: Art. 8, Abs. 1, a-l

Um diese Aufgaben erfüllen zu können, werden die Behörden mit verschiedenen Befugnissen ausgestattet. Dazu zählen insbesondere die Befugnisse

- zur Entwicklung von Entwürfen technischer Regulierungsstandards;
- zur Entwicklung von technischen Durchführungsstandards;
- zur Herausgabe von Leitlinien und Empfehlungen;
- zur Abgabe von Empfehlungen;
- zum Erlass von an die zuständigen Behörden gerichteten Beschlüssen;
- zum Erlass von an Finanzinstitute gerichtete Beschlüsse, in Fällen, die unmittelbares Unionsrecht betreffen;
- zur Abgabe von Stellungnahmen für das Europäische Parlament, den Rat und die Kommission;
- zur Einholung der erforderlichen Informationen zu Finanzinstituten;
- zur Entwicklung gemeinsamer Methoden zur Bewertung der Wirkung von Produktmerkmalen und Verteilungsprozessen auf die Finanzlage der Institute und den VerbraucherInnenschutz;
- zu Bereitsstellung einer zentral zugänglichen Datenbank der registrierten Finanzinstitute in ihrem Zuständigkeitsbereich.

ESA-VO: Art. 8, Abs. 2, a-j

„neu“ bedeutet, dass dieser Punkt im VO-Entwurf noch nicht vorhanden war.
In den VO-Entwürfen findet sich im ‚Kapitel II‘ (Aufgaben und Befugnisse der Behörde) ein weiterer Absatz:

Die Behörde wird sämtliche exklusiven Aufsichtsbefugnisse für gemeinschaftsweit tätige Institute oder Wirtschaftstätigkeiten mit gemeinschaftsweiter Tragweite wahrnehmen, für die sie im Sinne der in Art. 1 Abs. 2 genannten Rechtsvorschriften zuständig ist (VO-Entwurf: Art. 6, Abs. 3).


Aufgaben im Zusammenhang mit dem VerbraucherInnenschutz und mit Finanztätigkeiten

Die Verordnungen sehen vor, dass die Behörden die Transparenz, Einfachheit und Fairness von Finanzprodukten und -dienstleistungen in der EU fördern sollen. Hierzu sollen sie VerbraucherInnentrends erfassen und analysieren, Wissen und Bildung über Finanzfragen vermitteln, Ausbildungsstandards für die Wirtschaft entwickeln und sich für allgemeine Offenlegungsstandards einsetzen (ESA-VO: Art. 9, Abs. 1, a-d). Zudem werden die Behörden Finanztätigkeiten überwachen sowie einen eigenen Ausschuss einrichten, der sich, zusammen mit den nationalen

59 Dieser Artikel kommt weder in den VO-Entwürfen noch in den VO-Kompromiss- texten vor.
Aufsichtsbehörden, mit Finanzinnovationen auseinandersetzt und eine koordinierte Herangehensweise fördert. Im Falle einer Gefährdung der Stabilität des Finanzsystems, können bestimmte Finanztätigkeiten vorübergehend verboten oder beschränkt werden. Ein dauerhaftes Verbot, bzw. eine dauerhafte Beschränkung ist jedoch nur in Kooperation mit der Kommission möglich (ESA-VO: Art. 9, Abs. 2-5).

**Technische Regulierungsstandards**


Wurde ein Entwurf eines technischen Regulierungsstandards der Kommission vorgelegt, hat diese drei Monate Zeit, ihn zu billigen oder abzu-

Technische Durchführungsstandards
Für technische Durchführungsstandards (VO: Art. 15) bedarf es keiner Befugnisübertragung durch das Europäische Parlament und den Rat der Kommission. Dies ist jedoch der einzige Unterschied zu technischen Regulierungsstandards, weshalb die Details (die jenen des Art. 10 entsprechen) nicht erneut dargelegt werden.

Leitlinien und Empfehlungen
Verletzung von Unionsrecht

Kommt es zu einer Verletzung des Unionrechts durch eine zuständige Behörde, stehen den Behörden unterschiedliche Befugnisse zu:

- Einforderung aller Informationen, die die Behörden für eine Untersuchung als erforderlich betrachten
- in einer Empfehlung können die Behörden mitteilen, welche Maßnahmen zur Einhaltung des Unionsrechts getroffen werden müssen; die zuständige Behörde hat zehn Arbeitstage Zeit, um Stellung zu beziehen
- sollte es nach einer förmlichen Stellungnahme durch die Kommission weiterhin zur Verletzung von Unionsrecht kommen, so sehen die Verordnungen vor, dass ein an ein Finanzinstitut oder an einen Finanzmarktteilnehmer gerichteter Beschluss erlassen werden kann, der diese zum Ergreifen von Maßnahmen verpflichtet

ESA-VO: Art. 17, Abs. 1-6

Maßnahmen im Krisenfall

Im Falle ungünstiger Entwicklungen, die die Stabilität des Finanzsystems gefährden, können die Behörden sämtliche Maßnahmen der zuständigen Behörden aktiv erleichtern und diese koordinieren (ESA-VO: Art. 18, Abs. 1). Sind der ESRB oder eine der Behörden der Meinung, dass sich eine Krisensituation abzeichnet, unterrichten sie unverzüglich den Rat, welcher darüber entscheidet, ob tatsächlich eine Krisensituation vorliegt. (ESA-VO: Art. 18, Abs. 2).

Wurden außergewöhnliche Umstände durch den Rat bestätigt, die ein koordiniertes Vorgehen der nationalen Behörden erfordern, können die Behörden Beschlüsse erlassen, die die zuständigen Behörden dazu verpflichten, entsprechenden Maßnahmen zu setzen (Art. 18, Abs. 3). Sollten sich die nationalen Behörden über die verpflichtenden Maßnahmen hinwegsetzen, so sahen die Verordnungsentwürfe Einzelentscheidungen an Finanzinstitute vor, die diese zur Einleitung von Maßnahmen verpflichten (ESA-VO-Entwürfe: Art. 10, Abs. 3). Dieser Absatz wurde bei der Tagung des Rates für Wirtschaft und Finanzen am 2. Dezember 2009 in den Kompromissentexten ersatzlos gestrichen (Art. 10, Abs. 3), was einer Aufweichung der VO-Entwürfe gleich gekommen wäre. In die endgültigen Verordnungen wurde der Absatz hingegen wieder aufgenommen, wenn auch modifiziert. So sind Einzelentscheidungen für
Finanzinstitute nur dann zulässig, wenn die zuständige Behörde eindeutig gegen (in ESA-VO: Art. 18, Abs. 4 definierte) Rechtsakte verstößt und ein Einschreiten dringend erforderlich ist, um das ordnungsgemäße Funktionieren und die Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems wiederherzustellen (ESA-VO: Art. 18, Abs. 4).

**Beilegung von Meinungsverschiedenheiten zwischen zuständigen Behörden in grenzübergreifenden Fällen**

Im Falle von Meinungsverschiedenheiten zwischen zuständigen Behörden, können die Behörden dabei helfen, eine Einigung zu erzielen (ESA-VO: Art. 19, Abs. 1). In einem ersten Schritt können die Behörden eine Frist für die Schlichtung setzen und nehmen eine vermittelnde Rolle ein. Erzielen die zuständigen Behörden keine Einigung, können die Behörden einen Beschluss mit verbindlicher Wirkung an die betreffende zuständige Behörde richten, um die Einhaltung des Unionrechts zu gewährleisten (ESA-VO: Art. 19, Abs. 3). Sollte die zuständige Behörde dem Beschluss nicht nachkommen, können die Behörden einen Beschluss direkt an das betreffende, grenzübergreifend tätige Finanzinstitut richten (ESA-VO: Art. 19, Abs. 4). Absatz 4 wurde in den Kompromisstexten des Rates für Wirtschaft und Finanzen gestrichen. Er wurde jedoch wieder, im Vergleich zu den Verordnungs-Entwürfen weitgehend unverändert, in die endgültigen Verordnungen aufgenommen (vgl. ESA-VO-Entwürfe und ESA-Kompromiss texte: Art. 11, Abs 4; ).

**Sonstige Aufgaben und Befugnisse der Behörden**


Um im Falle einer Insolvenz die systemischen Auswirkungen zu minimieren, tragen die Behörden dazu bei, wirksame und kohärente Sanierungs- und Abwicklungsverfahren zu entwickeln und aufeinander abzustimmen (ESA-VO: Art. 25, Abs. 1; Art. 27). Dieser Artikel spricht die Problematik des „too big to fail“ zwar nicht explizit an, erkennt jedoch die Gefahr der hohen Vernetztheit der Finanzmarktteilnehmer unterei-
nander. Inwiefern auf diese Problematik die richtigen Antworten gefunden werden können, wird sich erst erweisen.


Besonders bei ungünstigen Entwicklungen auf den Finanzmärkten, kommt den Behörden eine koordinierende Rolle zu. Um ein abgestimmtes Vorgehen auf Unionsebene zu fördern, sollen sie den Informationsaustausch zwischen den zuständigen Behörden erleichtern, eine nicht bindende Vermittlungstätigkeit wahrnehmen, den ESRB auf jeden potenziellen Krisenfall aufmerksam machen, sämtliche erforderlichen Maßnahmen ergreifen und Informationen zentralisieren und den zuständigen Behörden zur Verfügung stellen (ESA-VO: Art. 31, Abs. 1, a-f).


3.1.4 Gemeinsame Gremien der Europäischen Aufsichtsbehörden

Gemeinsamer Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden


60 Diese wurden erstmals in den Verordnungen angeführt und wurden in den Verordnungs-Entwürfen nicht näher definiert.
• Finanzkonglomerate
• Rechnungslegung und Rechnungsprüfung
• mikroprudentielle Analysen sektorübergreifender Entwicklungen, Risiken und Schwachstellen für die Finanzstabilität
• Anlageprodukte für KleinanlegerInnen
• Maßnahmen zur Bekämpfung der Geldwäsche
• Informationsaustausch mit dem ESRB sowie Ausbau der Beziehungen zwischen dem ESRB und den ESA

ESA-VO: Art. 54, Abs. 2


Beschwerdeausschuss


Um eine möglichst hohe Unabhängigkeit und Unparteilichkeit zu erreichen, sind die Mitglieder an keinerlei Weisungen gebunden und dürfen keine anderen Aufgaben für die Behörden, den Verwaltungsrat oder den Rat der AufseherInnen wahrnehmen. Sollte ein Verfahren die persönlichen Interessen eines Mitglieds berühren oder sollte das Mitglied im
Verfahren beteiligt gewesen sein, gegen das Beschwerde eingelegt wird, so darf es nicht am Beschwerdeverfahren mitwirken. Eine Ablehnung aufgrund der Staatsangehörigkeit ist jedoch nicht zulässig (ESA-VO: Art. 59, Abs. 1-4).

3.2 Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (ESRB)


Im Folgenden soll der Entstehungsprozess des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) eingehend analysiert werden. Die Grundlage der Analyse bilden die folgenden Dokumente:

- Am 23. September veröffentlichte das Europäische Parlament und der Rat einen Vorschlag für eine Verordnung, die die Bildung des
ESRB beinhaltet: KOM 2009/499\textsuperscript{61} (im Folgenden „ESRB-Entwurf“)

- Das zentrale Dokument dieses Kapitels stellt die Verordnung dar, die am 24. November 2010, gemeinsam mit den Vorordnungen für die ESA, veröffentlicht wurde: Verordnung (EU) Nr. 1092/2010\textsuperscript{63} (im Folgenden „ESRB-VO“)


### 3.2.1 Organisation

**Struktur**

Der ESRB verfügt über einen Verwaltungsrat, einen Lenkungsausschuss, ein Sekretariat, einen Beratenden Wissenschaftlichen Ausschuss


und einen Beratenden Ausschuss. Der Verwaltungsrat ist für die Vorkehrungen zuständig, die zur Erfüllung der Aufgaben des ESRB getroffen werden müssen. Der Lenkungsausschuss bereitet die Sitzungen des Verwaltungsrates vor, unterstützt diesen, prüft die zu erörternden Unterlagen und überwacht die laufende Arbeit des ESRB. Das Sekretariat soll hochwertige, analytische, statistische, administrative und logistische Unterstützung leisten und zieht dazu die Beratung durch die ESA, die nationalen Zentralbanken und die nationalen Aufsichtsbehörden hinzu. Der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss und der Beratende Fachausschuss stehen dem ESRB beratend und unterstützend zur Seite (ESRB-VO: Art. 4, Abs. 1-5).

**VorsitzendeR und stellvertretende Vorsitzende des ESRB**


**Verwaltungsrat**

Im Verwaltungsrat sind sowohl stimmberechtigte Mitglieder, als auch Mitglieder ohne Stimmrecht versammelt. Zu den stimmberechtigten Mitgliedern zählen der/die PräsidentIn der EZB, die PräsidentInnen der nationalen Zentralbanken, ein Mitglied der Kommission, die drei Vorsitzenden der ESA, der/die Vorsitzende und die beiden stellvertretenden Vorsitzenden des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses sowie der/die Vorsitzende des Beratenden Fachausschusses. Zu den Mitgliedern ohne Stimmrecht zählen die VertreterInnen der nationalen Aufsichtsbe-

---

64 Diese Regelung weicht vom Verordnung-Entwurf und vom Kompromisstext ab, da hier von Anfang an eine Wahl vorgesehen war (Art. 5, Abs. 1).


Lenkungsausschuss


Beratender Wissenschaftlicher Ausschuss

Der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss besteht aus dem/der Vorsitzenden des Beratenden Fachausschusses sowie 15 weiteren Mitgliedern, die vom Lenkungsausschuss vorgeschlagen und vom Verwaltungsrat bestätigt werden. Diese sollen ein breites Spektrum an Kenntnissen und Erfahrungen repräsentieren, dürfen keiner ESA angehören und kom-

Der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss ist weder im Vorordnungsentwurf noch im Kompromissentwurf vermerkt. Dass er dennoch fixer Bestandteil des ESRB ist, darf als Bereicherung gesehen werden. Inwiefern es durch die (wissenschaftliche) Expertise der 15 Mitglieder möglich sein wird, neue Impulse für die Regulierung der Finanzmärkte zu setzen, kann zum jetzigen Zeitpunkt nicht festgestellt werden, bzw. ist nicht Bestandteil dieser Arbeit. Die Einflussnahme kritischer AkteurInnen wäre jedenfalls zu begrüßen.

**Beratender Fachausschuss**


### 3.2.2 Aufgaben des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken

**Erhebung und Austausch von Informationen**

Damit die Europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) ihre Aufgaben erfüllen können, soll der ESRB diese mit den entsprechenden Informationen über Risiken versorgen. Im Gegenzug stellen die ESA dem ESRB ebenfalls die von ihnen benötigten Informationen zur Verfügung. Zudem
arbeitet der ESRB eng mit dem ESZB, der Kommission und den nationalen Aufsichtsbehörden zusammen (ESRB-VO: Art. 15, Abs. 1-5).

**Warnungen und Empfehlungen**

Sollte der ESRB signifikante Risiken feststellen, kann er Warnungen oder gegebenenfalls Empfehlungen für Abhilfemaßnahmen herausgeben. Warnungen und Empfehlungen können an die Union insgesamt, an Mitgliedsstaaten, an die Europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) oder an nationale Aufsichtsbehörden gerichtet sein. Die Adressaten haben dem ESRB innerhalb eines spezifisch definierten zeitlichen Rahmens zu berichten, welche Schritte sie eingeleitet haben, um der Empfehlung nachzukommen. Stellt der ESRB fest, dass die eingeleiteten politischen Maßnahmen nicht ausreichend sind, setzt er den Rat und gegebenenfalls die betroffene ESA in Kenntnis (ESRB-VO: Art. 16, Abs. 1-3; Art. 17, 1+2).

Warnungen und Empfehlungen können sowohl vertraulich ausgesprochen werden, als auch veröffentlicht werden. Zuvor sind jedenfalls die Adressaten und der Rat zu informieren und es steht den Adressaten frei, ihre Ansichten und Argumente zu äußern (ESRB-VO: Art. 18, Abs. 1-3). Für die Annahme von Empfehlungen und die Veröffentlichung von Warnungen und Empfehlungen ist eine Zweidrittelmehrheit des Verwaltungsrats erforderlich.\(^65\)

3.3 Zwischenfazit

Die folgende Abbildung gibt einen Überblick über die künftige Aufsichtsarchitektur der Europäischen Union.

---

\(^{65}\) Dies weicht vom Verordnungs-Entwurf ab und wurde bereits im Punkt „Verwaltungsrat“ dieses Kapitels thematisiert.

---

von Vermögen durch Verschuldung finanziert. Um Problemstellungen dieser Art angemessen zu begegnen, bedarf es politischer Empfehlungen, die weit über klassische Regulations- und Aufsichtsfragen hinausgehen. In diesem speziellen Fall wäre eine Umverteilung zugunsten der Lohnabhängigen vonnöten (Weber 2009: 7).\footnote{Auf eine eingehende Analyse der Krisenursachen soll aufgrund der Komplexität in dieser Arbeit verzichtet werden; dieses Beispiel dient der Veranschaulichung.}


Im Zusammenhang mit dem VerbraucherInnenschutz gehört „die Überprüfung und Koordinierung von Initiativen der zuständigen Behörden zur Vermittlung von Wissen und Bildung über Finanzfragen“ (ESA-VO: Art. 9, Abs. 1) zum Aufgabenbereich der Behörden. Einerseits schließt die Förderung der Finanzbildung effektive Regulierungsstandards zum Schutz der VerbraucherInnen natürlich nicht aus. Andererseits folgt dies einem Trend zur Privatisierung des Risikos, um eine verstärkte Regulation des Finanzsektors zu umgehen (Weber 2009: 8). So war besonders in


_Die Vorstellungen des Rates gehen noch einmal hinter die Kommissionsvorschläge zurück. Wünschenswert wären wenigstens Vorschläge gewesen, die sich eng an den de Larosière-Report halten, der selbst in keiner Weise durch Radikalität bei den Reformvorschlägen gekennzeichnet ist. (Dullien; Herr 2010: 13)_

Das Europäische Parlament wiederum spielte im Prozess der Entscheidungsfindung eine bemerkenswert aktive Rolle, setzte sich für eine deutliche Stärkung und Zentralisierung der Aufsicht ein und konnte einige Aufweichungen des ECOFIN für die endgültigen Verordnungen rückgängig machen (Ferran 2011: 34; Siekmann 2011: 30).
Per Definition nehmen die Behörden ihre Aufgaben unabhängig und objektiv wahr und handeln im alleinigen Interesse der Union (Art. 1, Abs. 5). Hieran werden Bedenken geäußert, da beispielsweise technische Standards und Empfehlungen durch die Kommission genehmigt werden müssen (Ferran 2011: 45f). Inwieweit die Kommission von ihrem Recht Gebrauch machen wird, technische Standards und Empfehlungen zu verändern oder zu verhindern, wird sich erst im Laufe der Zeit herausstellen.

Unter spezifischen Bedingungen ist es den Behörden jedoch gestattet, Anordnungen hoheitlich, also ohne den Weg über die Kommission, zu erlassen (Siekmann 2011: 42f):


- **Anordnungen gegenüber den zuständigen Behörden** sind in Krisensituationen (ESA-VO: Art. 18) und bei Maßnahmen zur Beilegung von Meinungsverschiedenheiten (ESA-VO: Art. 19), möglich.


lange unklar, ob den Behörden überhaupt die Befugnis für verbindliche Standards übertragen wird. Im Vergleich zu den Stufe-3-Ausschüssen, die ihre Beschlüsse zudem lange Zeit im Konsens treffen mussten (Ferran 2011: 36), bedeutet dies natürlich eine Aufwertung.


*Der Vorsitzende wird vom Rat der Aufseher im Anschluss an ein offenes Auswahlverfahren aufgrund seiner Verdienste, seiner Kompetenzen,
seiner Kenntnis über Finanzinstitute und -märkte sowie seiner Erfahrungen im Bereich Finanzaufsicht und -regulierung ernannt. (ESA-VO: Art. 48, Abs. 2)

Dies impliziert in gewisser Weise, dass der Personenkreis auf ExpertInnen eingeschränkt ist, die bisher im Bereich der Aufsicht prominent vgetreten waren. Ein Bekenntnis zu einer reformierten personellen Zusammensetzung lassen die Verordnungen vermissen.


Wie sich das Europäische Finanzaufsichtssystem in den kommenden Jahren entwickeln wird und inwiefern es den Behörden und dem Ausschuss für Systemrisiken gelingen wird, weitere Aufgaben und Befugnisse übertragen zu bekommen, ist schwer zu sagen. Angesichts dieser Analyse deutet derzeit vieles darauf hin, dass die nationalen Behörden weiterhin die zentralen AkteurInnen im Feld der Finanzmarktregulation und -aufsicht bleiben. Die Mitgliedsstaaten der Europäischen Union waren jedenfalls nicht bereit, das neoliberale Modell der Finanzmärkte grundsätzlich zu hinterfragen und ein Gegenkonzept zur Finanzialisierung zu entwerfen. Dies manifestierte sich, wie wir gesehen haben, bereits bei der Auswahl der Mitglieder der High-Level Group um de Larosière und setzte sich in den ESA- und ESRB-Verordnungen fort.

69 http://www.fsa.gov.uk/
The European Commission remains committed to the freedom that the private sector must retain with regard financial morphology and innovation. (...) Thus the new EU institutional and regulatory architecture does not represent a significant departure from the past, leaving much financial fragility unresolved and with it the danger it poses for the fiscal leg. (Montanaro; Tonveronachi 2011: 223f)

Die aktuellen Entwicklungen zeigen, dass auf den Finanzmärkten noch lange keine Ruhe eingekehrt ist. Angesichts vieler Kompromisse, die zur Gründung des ESFS eingegangen werden mussten und der Verweigerung, das neoliberale Denkmodell grundsätzlich zu hinterfragen, lässt sich derzeit kein Bruch mit der bisherigen Regulierung feststellen.
4. Regulierung von Derivaten

4.1 Einleitung

Derivative Finanzinstrumente waren in der Finanzkrise 2008 von zent-raler Bedeutung (Dickinson 2008; Mügge 2011; Murphy 2008; Steinebach, Steinberg 2010). Dementsprechend war zu erwarten, dass es im Zuge der EU-Finanzmarktreform zu neuen Regulierungen kommt.

Zu Beginn des Kapitels sollen „Derivate“ näher definiert werden und die unterschiedlichen Funktionsweisen der wichtigsten derivativen Finanzinstrumente veranschaulicht werden.


Anschließend werden Maßnahmen, die auf der Ebene der Europäischen Union getroffen wurden, näher beleuchtet. Im Sinne der Diskursanalyse sollen die zentralen Dokumente einer näheren Betrachtung unterzogen werden. Die wichtigsten Elemente der Reformen bzw. der Reformversuche sollen dabei hervorgehoben werden. Abschließend soll auf Grundlage der vorangegangenen Analyse eine Bewertung der Maßnahmen abgegeben werden.

70 http://www.weliveinfinancialtimes.com/
4.2 Derivate

Bei derivativen Finanzinstrumenten handelt es sich um Kontrakte, die ihren Wert von anderen Faktoren, wie zum Beispiel Rohstoffpreisen, Zinssätzen oder Indices, ableiten\textsuperscript{71}. Im weiteren Sinn sind Derivate Termingeschäfte, da es um Abmachungen geht, die in der Zukunft eingelöst werden können oder müssen – je nach dem, was im Kontrakt vereinbart wurde. Sie ähneln dabei einer Wette, bei der die eine Partei gewinnt und die andere verliert. In der Realität handelt es sich bei Derivaten um teils hochkomplexe Konstrukte und ihr Preis leitet sich beispielsweise aus Basiswerten wie Aktienkursen, Rohstoffpreisen, Ereignissen (z.B. Umweltkatastrophen) oder Zinssätzen ab (Hafner 2002: 45). Im Gegensatz zu konservativen Anlagestrategien haben Termingeschäfte die Eigenschaft, mit relativ geringen Eigenkapitalmitten, überproportional an Preisschwankungen partizipieren zu können. Demgegenüber steht jedoch das Risiko eines Totalverlusts der eingesetzten Geldmittel. Es besteht sogar das Risiko, zusätzlich zu den eingesetzten Geldmitteln, weitere Geldmittel zur Erfüllung der eingegangenen Verbindlichkeiten aufbringen zu müssen (Glebovskiy 2005, 54).


\textsuperscript{71} Die Herkunft des Wortes Derivat (derivare) stammt aus dem Lateinischen und bedeutet „ableiten“ (Glebovskiy 2005: 53f).

4.2.1 Optionsgeschäfte (Options)

Optionen sind eine eigene Form von Termingeschäften, bei denen der/die KäuferIn das Recht (und nicht die Pflicht!) erwirbt,

- eine bestimmte Anzahl eines bestimmten
- Gutes („Basiswert“, z.B. Wertpapiere)
- während der Laufzeit der Option (oder an deren Ende) („Laufzeit“)
- zu einem vorher vereinbarten Preis („Basispreis“)
- zu kaufen („Kaufoption“ oder „Call“),
- bzw. zu verkaufen („Verkaufsoption“ oder „Put“).

Für dieses Recht muss ein bestimmter Optionspreis („Prämie“) bezahlt werden. Wichtig ist dabei, dass bei Optionsgeschäften mit dieser Prämie das Recht, aber nicht die Pflicht erworben wird, zu kaufen bzw. zu verkaufen. Mit „Calls“ wird auf steigende Kurse spekuliert, während mit „Puts“ das Portfolio gegen fallende Kurse versichert werden kann (es wird auf fallende Kurse gewettet) (Glebovskiy 2005: 55f; Börsenlexikon der FAZ, Stichworte „Option“ und „Optionsgeschäfte“).
Daraus lässt sich schlussfolgern: Der/die KäuferIn einer Option gewinnt immer dann, wenn der Basiswert des Kontrakts steigt. Für einen Gewinn muss der Kurs jedoch um mehr als die Differenz zwischen bezahlter Prämie und Basiswert gestiegen sein. Fällt der Kurs, so würde vom Recht des Kaufs kein Gebraucht gemacht werden und der/die VerkäuferIn („StillhalterIn“) profitiert in Form der bezahlten Prämie. Für letzteren ist die Höhe des Gewinns auf den Preis der Prämie beschränkt, während der/die KäuferIn ein Vielfaches in Bezug auf die Prämie gewinnen kann.

4.2.2 Futures

Futures sind eine weitere Form von Termingeschäften, die denen der Optionen ähneln, jedoch einige zentrale Unterschiede aufweisen. Es

Abb. 3. Rechte und Pflichten im Optionsgeschäft – Kaufoption (Call)

Abb. 4. Rechte und Pflichten im Optionsgeschäft – Verkaufs option (Put)
handelt sich um, sowohl für KäuferInnen als auch für VerkäuferInnen, verbindliche Kontrakte (im Gegensatz zu halbseitig verpflichtenden Optionen). Charakterisiert sind Futures durch

- einen Gegenstand („Basiswert“),
- welcher zu einem bestimmten Zeitpunkt („Liefertag“),
- zu einem, bei Abschluss des Kontrakts festgelegten Preis („Future Preis“),
- gekauft werden muss („Long Position“),
- verkauft werden muss („Short Position“).


„Forwards“ ähneln in ihrer Funktion den Futures, werden jedoch nicht an der Börse, sondern Over-the-Counter gehandelt werden. Zudem sind sie nicht standardisiert und werden zwischen den Vertragsparteien individuell ausgehandelt.
4.2.3 Swaps

Swaps\(^{72}\) werden an dieser Stelle, ebenso wie die Optionen und Futures, nur oberflächlich behandelt. Da sie jedoch in den Ereignissen der Krise eine zentrale Rolle einnahmen, sollen sie später näher beleuchtet werden (vgl. Kapitel 4.3.2, Seite 78 über Credit Default Swaps).


\(^{72}\) wörtlich übersetzt „Tausch; Austausch“
Kredit auf und stellt ihn dem britischen Unternehmen zur Verfügung. In diesem Fall handelt es sich um einen Währungsswap, welcher aufgrund der Liberalisierung der vergangenen Jahrzehnte eine untergeordnete Rolle spielt (Hafner 2002: 77f).

Abb. 6. Die gängigsten Swaps

<table>
<thead>
<tr>
<th>Bezeichnung</th>
<th>Beschreibung</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Asset-Swap</td>
<td>Zahlungsaustausch aus bestehenden Forderungen der Teilnehmer</td>
</tr>
<tr>
<td>Liability-Swap</td>
<td>Zahlungen aus bestehenden Verbindlichkeiten werden getauscht</td>
</tr>
<tr>
<td>Währungsswap</td>
<td>Devisenverbindlichkeiten werden getauscht</td>
</tr>
<tr>
<td>Zinsswap</td>
<td>Zinsverbindlichkeiten in einer Währung werden für einen bestimmten Zeitraum getauscht</td>
</tr>
<tr>
<td>Credit Default Swap</td>
<td>Kreditausfall-Swap. Ausfallrisiken von Krediten werden getauscht</td>
</tr>
<tr>
<td>Equity-Swap</td>
<td>basiert auf dem Tausch von Aktien oder Aktienindices</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Quelle: Eigene Abbildung; basierend auf Glebovskiy 2005: 64

Abb. 7. Pflichten beim Zins-Swapgeschäft

Quelle: Eigene Darstellung; basierend auf Glebovskiy 2005: 65
Abb. 8. Chancen und Risiken beim Zins-Swapgeschäft


Zusammenfassend lassen sich drei wesentliche Motive für den Einsatz von Derivaten festhalten:

1. *Derivate als Sicherungsinstrumente (Hedging):* Um sich gegen Preisschwankungen abzusichern, werden bspw. Güter verkauft noch be-
vor sie produziert wurden. Ein anderes Beispiel wäre der Einkauf von Rohstoffen zu einem bestimmten Preis, um damit die Produktionskosten besser kalkulieren zu können (Glebovskiy 2005: 68; Wigan 2009: 206; 212f).


75
4.3 Derivate im heutigen Kapitalismus


73 http://www.weliveinfinancialtimes.com/

4.3.1 Eigentum und Derivate


*This transformation was a function of property disengaging from production so that, ‘the visible relation between the owner and the works shifted from a personal footing of workmanship to an impersonal footing of the absentee ownership resting on the investment of funds’* (Veblen 1924: 59) (Wigan 2009: 166).

Mit dem Besitz von Derivaten macht Wigan (2009: 166f) nun eine potentiell dritte Stufe von Eigentum aus, die sich entschieden von den ersten beiden unterscheidet. Eigentum ist nun völlig losgelöst von der zu-
grundeliegenden Anlage. Dies erklärt, weshalb mit Wetten auf den Kon-
kurs einer Firma oder den Bankrott eines Landes enorme Profite erzielt
werden können. „In an equity derivative the owner has no claim on the
company whatsoever, legal or material, but owns solely abstract aspects
of company performance, valorised on variation rather than growth“
(Wigan 2009: 167). Bryan und Rafferty stellen überdies fest, dass sich
durch diese Position der EigentümerInnen, der Druck auf die Unterneh-
men und den Faktor Arbeit zusätzlich verstärkt (Bryan; Rafferty 2006:
265ff).

4.3.2 Credit Default Swaps (CDS) und Collateralized Dept
Obligations (CDOs)

Kreditderivate spielten in der Finanzkrise 2008 eine zentrale Rolle (Di-
ckinson 2008; Mügge 2011; Murphy 2008; Steinbach, Steinberg 2010).
Deshalb soll im Folgenden erörtert werden, wie Credit Default Swaps
(CDS) und Collateralized Dept Obligations (CDOs) funktionieren, wel-
che Problematik mit ihnen verbunden ist und welche Entwicklung sie
vergangenen Jahrzehnt nahmen.

Credit Default Swaps

CDS sind Kontrakte zwischen zwei Parteien, bei denen sich die verkau-
fende Partei verpflichtet, dem Vertragspartner bei Eintreten eines defi-
nierten Ereignisses eine bestimmte Summe zu bezahlen. Die Käuferseite
erwirbt somit eine Absicherung für beispielsweise:

- „Bankruptcy (Insolvenz)
- Failure to Pay (Zahlungsversäumnis)
- Obligation Acceleration (vorzeitige Fälligkeit der Verbindlichkei-
ten des Unternehmens)
- Obligation Default
- Repudiation/Maratorium (Nichtanerkennung/Zahlungsaufschub)
- Restructuring (Umstrukturierung)“

(Wurz 2007: 13)

Bezahlt wird in Form einer regelmäßigen Prämie. Je höher das Risi-
ko eines Ausfalls (default), desto höher ist die Prämie (Dickinson 2008:
5; Wurz 2007: 12). In dieser Funktion ähneln sie Versicherungspolicen
und die Gläubiger großer Firmen können sich gegen Kreditausfallrisiken absichern. Es gibt jedoch einen entscheidenden Unterschied zu Versicherungspolicen: Es ist nicht zwingend notwendig, BesitzerIn des zu versichernden Wertes zu sein. Dies bringt den FinanzmarktakteurInnen enormen Spielraum für Spekulationen und Wetten auf die finanzielle Gesundheit von Unternehmen, aber auch Staaten.


Collateralized Debt Obligations

CDOs sind ebenfalls Kreditderivate, mit denen beispielsweise Hypotheken in einem forderungsbesicherten Wertpapier (Asset-Backed Security, ABS) gebündelt werden können, um dieses an Investoren weiterzuverkaufen. Ein CDO besteht aus verschiedenen Tranchen, die nach Risikoklassen aufgeteilt sind, von der sehr gut gerateten Senior Tranche, bis hin zur Equity Tranche mit hohem Ausfallrisiko. Tranchen mit Tripple-A Rating sind zwar vergleichsweise sicher74 und für risikoaverse Investoren interessant, doch sind die risikovollen Equity-Tranchen in guten Zeiten deutlich renditeträchtiger und werden deshalb von Hedge Fonds bevorzugt. AnlegerInnen beziehen ihre Rendite aus den Zahlungen der unterliegenden KreditnehmerInnen. Zuerst werden die Senior Tranchen be-

74 Im Zuge der Finanzkrise kam es jedoch zu breiten Ausfällen insbesondere von strukturierten Finanzprodukten, obwohl diese über ein Tripple-A Rating verfügten (vgl. Kapitel 4, Seite 67)
dient, erst danach wird die Rendite der Mezzanine und Equity Tranchen ausbezahlt (Mügge 2011: 55f).


4.3.3 *Die Rolle von Kreditderivaten in der Krise*


75 Ein Überangebot an Krediten war kennzeichnend für die Finanzkrise 2008 (Mügge: 2011: 57)

Dieses Spiel kann so weit gehen, dass es für eine Gläubigerbank oder einen Hedge Fond rational ist, ein gesundes Unternehmen bankrott gehen zu lassen: „(...)creditors with a negative economic interest can profit by destroying a productive, competitive company that may have just missed an interest payment“ (Dickinson 2008: 14). Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn ein Hedge Fond auf der einen Seite zwar Gläubiger ist und im Falle eines Bankrotts Verluste einfährt, andererseits jedoch Short-Positionen besitzt, d.h. Verkäufer von Optionen ist und von den KäuferInnen der Optionen einen vorher vereinbarten Betrag für ein Unternehmen bekommt, das nun bankrott ist: „But they profit by forcing the company to default, even if a default will destroy value (...)“ (Skeel; Partnoy 2006: 1035). Die sozialen Folgen müssen selbstverständlich von anderen getragen werden. Problematisch ist zudem, dass der Handel von CDS Over-the-Counter abläuft, kaum reguliert ist und andere MarktteilnehmerInnen keinerlei Einsicht haben. Für Unternehmen, Ange-

positive und negative Aspekte lasse ich an dieser Stelle außen vor

Dickinson (2008: 14) definiert Moral Harazd als „tendency of insurance to alter the insured’s behavior, or, more extensively, as the tendency to maximize one’s own utility to the detriment of others when one does not bear the full consequences or enjoy the full benefits of one’s actions.”
stellte oder AktienbesitzerInnen wäre es natürlich interessant zu wissen, inwiefern die Gläubigerbank Kredite in Form von CDS verbrieft und weiterverkauft hat (Skeel, Partnoy 2006: 1036ff).


Auf diese Weise haben Kreditderivate die Risiken zu den Banken zurückgebracht, obwohl der gesamtwirtschaftliche Nutzen von Derivaten darin hätte liegen sollen, sie aus dem Portfolio der Banken zu entfernen (Mügge 2011: 60).


---

78 engl. für Rettungsaktion
79 Teile der Risiken wurden als CDS verbrieft und verkauft, weshalb die Eigenkapitalanforderungen gegen Null gingen (Mügge 2011: 60)
Beim Veräußern von CDOs geht es vor allem darum, Tranchen möglichst so zu kombinieren, dass Risiken verdeckt werden um dadurch einen höheren Preis zu erzielen.

The process of rating CDOs becomes a mathematical game that smart bankers know they can win. A person who understands the details of the model can tweak the inputs, assumptions, and underlaying assets to produce a CDO that appears to add value, even though in reality it does not (Skeel; Partnoy 2006: 1044).

Später resümieren ebendiese:

There are two possibilities: either CDOs are being used to arbitrage a substantial price discrepancy in the fixed income markets or CDOs are being used to convert existing fixed income instruments that are priced accurately into new fixed income instruments that are overvalued. (...) In other words, CDOs either are evidence of a substantial and pervasive market imperfection, or they are being used to create one (Skeel, Partnoy 2006: 1046).

4.4 Maßnahmen der Europäischen Union

4.4.1 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps


---

80 Ausführlicher wird diese Problematik auf Seite 100 behandelt.
Union keinen spezifischen Rechtsrahmen für die Behandlung von Leer-
verkäufen gibt, fielen die von den Mitgliedstaaten ergriffenen Maß-
nahmen unterschiedlich aus. Hier sieht die Europäische Kommission
Handlungsbedarf, da der derzeit fragmentierte Ansatz die Wirksamkeit
der Beaufsichtigung einschränkt und die ergriffenen Maßnahmen Auf-
sichtsarbitrage nach sich ziehen. Leerverkäufe werden in zwei Kategorien
unterteilt:

- **Gedeckte Leerverkäufe**: Bevor Wertpapiere verkauft werden, wird
eine Leihvereinbarung getroffen.
- **Ungedeckte Leerverkäufe**: Es werden Wertpapiere verkauft, für die
es keine Leihvereinbarung gibt.

(KOM 2010/482)

In der Begründung (Einleitung) der Verordnung\(^2\) wird darauf hingewiesen, dass die meisten Studien Leer- 
verkäufen und CDS einen positiven Beitrag zur Markteffizienz zusprenchen, da diese die 
Liquidität steigern und Preisblasen durch überbewertete Wertpapiere verhindern
(KÖM 2010/482: 3). Leider gibt es an dieser Stelle keinen Hinweis, auf
welche Studien sich die Europäische Kommission bezieht. Wie weiter
oben zu lesen ist, können CDS durchaus zu mehr Liquidität verhelfen,
jedoch nicht ohne Risiko. Vor der Finanzkrise externalisierten Banken
mit Hilfe von CDS Kreditausfallrisiken, um die vergebenen Kredite aus
den Bilanzen zu entfernen. Dadurch entsteht natürlich mehr Liquidität,
da der Kredit nun ein weiteres Mal vergeben werden kann. Das Kapital
wurde jedoch vermehrt für Spekulationen bspw. auf CDOs verwendet –
mit den bekannten katastrophalen Folgen.

In der Entstehungsphase der Verordnung wurden zahlreiche Interessens-
gruppen, einschließlich Wertpapierregulierungsbehörden und andere
MarktteilnehmerInnen, konsultiert. Besonders relevant waren die Empf
fehlungen der ExpertInnguppe „Europäische Wertpapiermärkte“
(ESME\(^3\)), die einen Bericht über Leerverkäufe erstellte. Der „Ausschuss
der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden“ (CESR\(^4\)) schlug ein
paneuropäisches Offenlegungssystem für Aktienleerverkäufe vor. In der

---

\(^2\) es ist immer „Vorschlag für eine Verordnung“ gemeint

\(^3\) European Securities Markets Expert Group: http://ec.europa.eu/internal_market/
securities/esme/index_en.htm

\(^4\) Committee of European Securities Regulators, heute ESMA
die Kommission zudem 124 Beiträge\textsuperscript{85} von anderen AkteurInnen (KOM 2010/482: 4f).

Rechtliche Aspekte

**Instrumente, die in den Anwendungsbereich der Vorschläge fallen.** Der Vorschlag erfasst sämtliche Finanzinstrumente und soll den Risiken, die beim Leerverkauf entstehen können, entsprechend Rechnung tragen. Für Finanzinstrumente wie Aktien, Derivate auf Aktien, öffentliche Anleihen, Derivate auf öffentliche Anleihen und Credit Default Swaps, die mit eindeutig identifizierbaren Risiken oder Bedenken behaftet sind, gelten neue Transparenzvorschriften. Des Weiteren sieht der Vorschlag die Möglichkeit vor, vorübergehend zusätzliche Transparenzvorschriften auf weitere Finanzinstrumente einzuführen, wenn die Finanzstabilität oder das Marktvertrauen ernsthaft gefährdet sind (KOM 2010/482: 7; im Detail in den Artikeln 1-4).

**Transparenzvorschriften für Short-Positionen in bestimmten Instrumenten.** Die neuen Transparenzvorschriften sollen für natürliche und juristische Personen gelten, die signifikante Netto-Short-Positionen in EU-Aktien und EU-Schuldtiteln oder signifikante Positionen in Credit Default Swaps im Zusammenhang mit EU-Emittenten halten. Der Vorschlag sieht dazu ein zweistufiges Transparenzsystem vor. Wird eine niedrige angesetzte Meldeschwelle (1) erreicht, so ist die zuständige Regulierungsbehörde in Form einer privaten Meldung in Kenntnis zu setzen. Wird eine höher angesetzte Offenlegungsschwelle (2) erreicht, so ist die Öffentlichkeit zu informieren, wodurch andere MarktteilnehmerInnen nützliche Informationen über signifikante Leerverkaufspositionen erhalten. Diese Transparenzvorschriften gelten nicht nur für an Börsen gehandelte Finanzinstrumente, sondern ebenso für den Handel außerhalb der Handelsplätze (Over-the Counter). Ziel ist es, den Regulierungsbehörden vollständige und genaue Informationen zur Verfügung zu stellen, damit diese die Lage beurteilen können und systemische Risiken rechtzeitig erkennen (KOM 2010/482: 7f; im Detail in den Artikeln 5-11).


87
Ungedeckte Leerverkäufe. Der Vorschlag sieht weiterhin vor, ungedeckte Leerverkäufe zum Handel zuzulassen, wenn folgende Bedingungen erfüllt sind:

- „die natürliche oder juristische Person hat die Aktie oder das öffentliche Schuldinstrument geliehen,
- die natürliche oder juristische Person hat bezüglich der Aktie oder des öffentlichen Schuldinstruments eine Leihvereinbarung getroffen,
- die natürliche oder juristische Person hat von einem Dritten die Zusage erhalten, dass die Aktie bzw. das öffentliche Schuldinstrument lokalisiert und für die Leihe an die natürliche oder juristische Person reserviert wurde, so dass das Geschäft bei Fälligkeit abgewickelt werden kann.“ (KOM 2010/482: 7f, Artikel 12)

Die Handelsplätze müssen geeignete Vorkehrungen treffen, um auf gescheiterte Transaktionen entsprechend zu reagieren. Tägliche Geldbußen oder das Verbot, weitere Leerverkäufe durchführen zu dürfen, können ausgesprochen werden (KOM 2010/482: 8; im Detail in den Artikeln 12 und 13).


Eingriffsbefugnisse. In Ausnahmesituationen wird es den zuständigen Aufsichtsbehörden möglich sein, bisher zulässige Finanzinstrumente gegebenenfalls einzuschränken oder zu verbieten. Bei gefährdeter Finanzmarkstabilität können überdies zusätzliche Transparenzvorschriften eingeführt werden. Maßnahmen sollten grundsätzlich in enger Zusammenarbeit mit anderen Aufsichtsbehörden getroffen werden um Aufsichtsarbitrage zu verhindern. In diesem Prozess kommt der Europäi-
schen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) eine zentrale Rolle zu, da sie eine koordinierende Rolle einnimmt, um ein kohärentes Vorgehen zu gewährleisten. Darüber hinaus soll die ESMA die Verhältnismäßigkeit der getroffenen Maßnahmen überwachen und muss in jedem Fall Stellung dazu nehmen. Um eine Ausnahmesituation bewältigen zu können, dürfen Maßnahmen mit maximaler Gültigkeit von drei Monaten getroffen werden. Die Gültigkeit kann mehrmals um einen Dreimonatszeitraum verlängert werden und muss gegenüber der ESMA begründet werden.

Grundsätzlich wird davon ausgegangen, dass die nationalen Regulierungsbehörden entsprechende Maßnahmen verhängen. Sollte dies nicht geschehen, bleibt die Funktion der ESMA nicht auf eine rein koordinative beschränkt, sondern sie kann selbst zeitlich begrenzte Maßnahmen einleiten. Hier hat sie grundsätzlich die gleichen Eingriffsmöglichkeiten wie die nationalen Behörden. Letztere müssen auf jeden Fall von der ESMA in Kenntnis werden (KOM 2010/482: 10ff; im Detail in den Artikeln 16-25).

4.4.2 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister

Begründung


Ergebnisse der Anhörungen interessierter Kreise und der Folgenabschätzung


Rechtliche Aspekte des Vorschlags

Gegenstand, Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen. Laut Vorschlag ist der Anwendungsbereich umfassend. Er enthält einheitliche

87 Derivatives Working Group, DWG
Anforderungen an finanzielle Gegenparteien, an nichtfinanzielle Gegenparteien (bei Überschreitung bestimmter Schwellen) und an sämtliche Klassen von OTC-Derivatekontrakten (KOM 2010/484: 6f; im Detail im Artikel 1). Sämtliche Begriffsbestimmungen sind in Artikel 2 zu finden, diese möchte ich an dieser Stelle nicht wiedergeben sondern nur darauf verweisen.

Clearing, Meldung und Risikominderung von OTC-Derivaten.

Beim G20-Gipfel wurde die Verpflichtung eingegangen, künftig alle standardisierten OTC-Derivate zu clearen. Um zu gewährleisten, dass möglichst viele OTC-Kontrakte gecleart werden, sieht die Verordnung zwei Ansätze vor:

• Bottom-up Konzept: die CCP (Central Counterparty) entscheidet, welche Kontrakte abzuwickeln sind. Dabei muss sie sich mit der zuständigen Behörde koordinieren. Diese wiederum steht in Kontakt mit der ESMA, welche entscheiden kann, ob das Kontrakt grundsätzlich einer Clearingpflicht im EU-Raum unterliegen soll.

• Top-down Konzept: Die ESMA entscheidet, welche Kontrakte einer Clearingpflicht unterliegen.

Nichtfinanzparteien fallen nicht in den Anwendungsbereich der Verordnung, außer sie überschreiten einen gewissen Schwellenwert. Dadurch soll verhindert werden, dass finanzielle Gegenparteien nichtfinanzielle Institute gründen, über die sie ihre OTC-Geschäfte abwickeln würden.

OTC-Derivate die nicht als für ein zentrales Clearing qualifiziert angesehen werden, werden auch künftig bilateral abgewickelt. Hier sieht die Verordnung einen angemessenen Austausch von Sicherheiten und eine verhältnismäßige Eigenkapitalausstattung vor. Damit sich die Transparenz erhöht, müssen alle Kontrakte oberhalb der Clearingschwelle an ein Transaktionsregister gemeldet werden (KOM 2010/484: 7-9; im Detail in den Artikeln 3-9).

Zulassung und Beaufsichtigung von CCPs.

Ein zentrales Element zur Zulassung als CCP ist die Bedingung, dass die CCP über ausreichend Liquidität verfügt, entweder in Form von Zugang zu Zentralbankliquidität oder einer Mindestkapitalausstattung. CCPs werden von der Kommission als systemisch relevante Institutionen angesehen, weshalb sich

88 „standardisiert“ bezieht sich auf Kontrakte, die für das Clearing durch CCPs (Central Counterparty) qualifiziert sind (KOM 2010/484: 7).
die ESMA in das Zulassungsverfahren einklinkt. Die Beaufsichtigung soll jedoch bei den nationalen Behörden bleiben, welche den alltäglichen Geschäftsbetrieb der CCPs untersuchen und regelmäßige Prüfungen durchführen (KOM 2010/484: 7-9; im Detail in den Artikeln 10-23).

**Anforderungen an CCPs**

- **Organisatorische Anforderungen:** Die Verordnung schreibt vor, dass der Solidität und Regulierung von CCPs größte Aufmerksamkeit zukommen muss. Überdies müssen für CCPs solide Governance-Regelungen bestehen. Potentielle Interessenskonflikte zwischen EigentümerInnen, Verwaltung, Clearingmitgliedern sowie mittelbare Beteiligten sollen dadurch verhindert werden. Im Leitungsgremium sollen zudem unabhängige Mitglieder die Arbeit überwachen. Schließlich schreibt die Verordnung vor, dass Governance-Regelungen offenzulegen sind.


che Transaktionsregister werden auf der Homepage der ESMA veröffentlicht. Transaktionsregister werden von der ESMA zugelassen und überwacht, wobei die Lizenz jederzeit entzogen werden kann und Geldbußen ausgesprochen werden können (KOM 2010/484: 12; im Detail in den Artikeln 51-63).

**Anforderungen an Transaktionsregister.** „Ein Transaktionsregister muss über solide Governance-Regelungen verfügen, wozu eine klare Organisationsstruktur mit genau abgegrenzten, transparenten und kohärenten Verantwortungsbereichen und angemessenen internen Kontrollmechanismen einschließlich solider Verwaltungs- und Rechnungslegungsverfahren zählen, die die Offenlegung vertraulicher Informationen verhindern.“ (Artikel 64). Folgenden Stellen werden die Informationen zugänglich gemacht:

- der ESMA;
- den zuständigen Behörden, die die Aufsicht über die gemäß Artikel 6 berichtspflichtigen Unternehmen ausüben;
- der zuständigen Behörde, die die CCPs mit Zugang zum Transaktionsregister beaufsichtigt;
- den zuständigen Zentralbanken des ESZB.

Zur Registrierung als Transaktionsregister ist es notwendig, einen Sitz in der EU zu haben, wobei die ESMA Ausnahmeregelungen zulässt (KOM 2010/484: 12f; im Detail in den Artikeln 64-67).

**Schlussbestimmungen**


**4.5 Zwischenfazit**

Mit Ausbruch der Finanzkrise 2008 war sowohl für die USA als auch für die Europäische Union klar, dass Maßnahmen getroffen werden müssen, um angemessen auf die Ereignisse zu reagieren. Mittlerweile


Eine Neuerung ist sicherlich, dass die ESMA eingreifen kann, wenn die Regulierungsbehörden der Mitgliedsstaaten nicht angemessen auf systemische Risiken reagieren. Die ESMA wächst somit über eine rein koordinierende Rolle hinaus und soll zudem Strafen verhängen können. Ebenso wird die ESMA zahlreiche Rechte bekommen, um Transaktionen einsehen zu können und soll somit für mehr Transparenz sorgen.

5. Ein neuer Regulierungsrahmen für Ratingagenturen

5.1 Einleitung

Aufstieg der Ratingagenturen


---

90 Analysis of Railroad Investments
91 Security Exchange Commission (USA)

Derzeit sind weltweit zwischen 130 und 150 Ratingagenturen aktiv, doch rund 95% des Marktteils wird durch die drei großen CRAs abgedeckt: Moody’s (ca. 40%), Standard & Poor’s (ca. 40%) und Fitch (ca. 15%) (Bösch 2011: 2). Teilweise befinden sie sich in Streubesitz oder gehören zu großen Finanzkonglomeraten. Die derzeitigen Besitzverhältnisse sind jedenfalls als kritisch zu bewerten und implizieren geradezu Interessenskonflikte:

GroßunternehmerInnen und die größten InvestorInnen der Welt halten also die Ratingagencuren. Damit gehören die EigentümerInnen der Agenturen zu jenen, die selbst Aktien emittieren und von den Ratings der Agenturen abhängig sind (Bösch 2011: 5).


92 Die Eigenkapitalmittel bestimmen den Umfang an Kredit, der von Banken vergeben werden darf. Verschlechtert sich das Rating für als Sicherheiten gehaltene Wertpapiere, müssen Banken ihr Eigenkapital aufbessern und können weniger Kredite vergeben (Stützle 2011: 3). Ratings wirken in diesem Fall prozyklisch und verschlimmern unter Umständen die gesamtwirtschaftliche Situation.

93 Gemeint sind Ratings zur Bestimmung der Eigenkapitalmittel.
Akteurinnen eine öffentliche Regulierungsfunktion ohne in irgendeiner Weise demokratisch legitimiert zu sein (Rosenbaum 2009: 22f).

**Interessenskonflikte**


**Blackbox Methoden**

Abb. 10. Moody’s Aktienkursentwicklung im Vergleich zu den größten Investmentbanken

![Graph of Moody’s Aktienkursentwicklung](image)

Quelle: Partnoy 2006: 10

Abb. 11. Moody’s versus Major Financial Publishers

<table>
<thead>
<tr>
<th>Company</th>
<th>Market cap (billions)</th>
<th>Revenue (billions)</th>
<th>Operating cash (millions)</th>
<th>Operating margin (percent)</th>
<th>Price/revenue</th>
<th>Price/employee</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Dow Jones</td>
<td>$3.3</td>
<td>$1.7</td>
<td>$224</td>
<td>9</td>
<td>1.9</td>
<td>$461,991</td>
</tr>
<tr>
<td>Reuters</td>
<td>$9.3</td>
<td>$5.3</td>
<td>$413</td>
<td>11</td>
<td>1.8</td>
<td>$600,969</td>
</tr>
<tr>
<td>Moody’s</td>
<td>$15.2</td>
<td>$1.6</td>
<td>$632</td>
<td>54</td>
<td>9.5</td>
<td>$6,080,000</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Quelle: Partnoy 2006: 10


94 Strukturierte Finanzprodukte sind von makroökonomischen Entwicklungen wesentlich abhängiger als beispielsweise Unternehmensanleihen (Ashcraft; Schuermann 2008: 43).

5.1.1 Die europäischen und internationalen Rahmenbedingungen vor Inkrafttreten der Verordnung


95 Strukturierte Finanzprodukte werden ab Seite 102 ausführlicher behandelt.
Die Richtlinie 2006/48/EG dient unter anderem dazu, die Berechnung der Eigenkapitalanforderungen zu bestimmen. Die Zuteilung der Risikogewichte richtet sich einerseits nach der Kategorie, der die Forderungen zugeordnet werden, andererseits nach der Qualität. In der Richtlinie wird explizit darauf hingewiesen, dass zur Bewertung der Kreditqualität die Ratings von Ratingagenturen herangezogen werden können (ebd., Art. 80, Abs. 1).98 Voraussetzung dazu ist die Anerkennung der Ratingagentur durch eine zuständigen Behörde eines Mitgliedsstaats. Andere Mitgliedsstaaten können die Ratingagentur dann ohne eigene Prüfung ebenfalls anerkennen (ebd., Art. 80, Abs. 1+3). In Anhang VI, Teil 2 der Richtlinie werden die Kriterien zur Anerkennung definiert:

- **Objektivität.** Die Methodik für die Vergabe von Ratings muss „streng, systematisch und beständig“ sein und unterliegen, die auf historischen Erfahrungswerten beruht.
- **Unabhängigkeit.** Weder externe politische Einflüsse oder Restriktionen noch wirtschaftlicher Druck soll das Ratingurteil beeinflussen können. Überdies sollen die finanzielle und personelle Ausstattung, sowie die Sachkenntnisse der Agentur überprüft werden.
- **Laufende Prüfung.** Die zuständigen Behörden sollen sicherstellen, dass die abgegebenen Ratings laufend überprüft werden und der aktuellen finanziellen Situation angepasst werden. Bei Änderungen der Beurteilungsmethodik sind die zuständigen Behörden zu unterrichten.
- **Transparenz und Offenlegung.** Die Grundsätze der Kreditbeurteilungsmethodik müssen öffentlich zugänglich sein, damit sich andere MarktteilnehmerInnen ein Urteil über die Herleitung bilden können.


---

98 Details zur Berechnung von Eigenkapitalanforderungen finden sich in Anhang VI, Teil 1 der Richtlinie 2006/48/EG
99 Committee of European Banking Supervision (CEBS, heute EBA).
gemeinsamen Anerkennungs- und Beaufsichtigungsprozess hingewiesen:

**Aufgrund der Bedeutung externer Ratings für die Berechnung der Eigenkapitalanforderungen im Rahmen dieser Richtlinie ist es notwendig, einen angemessenen künftigen Anerkennungs- und Beaufsichtigungsprozess für Ratingagenturen im Auge zu behalten (ebd., Erwägung 39).**


Auf internationaler Ebene wird dem Verhaltenskodex für Ratingagenturen der International Organisation of Securities Commission (IOSCO) große Bedeutung zugeschrieben.\(^{103}\) Obgleich der IOSCO-Kodex keinen rechtsverbindlichen Charakter aufweist, die Verhaltensvorgaben vergleichsweise unbestimmt sind und CRAs lediglich dazu auffordern, Verstöße zu begründen, sieht die Kommission den Kodex als globalen Maßstab an, weist jedoch auch auf Beschränkungen hin, die beseitigt werden sollten (Amtenbrink 2009: 10f).

**Wie sich zeigt, gab es bereits vor Inkrafttreten der Verordnung 1060/2009 sowohl auf europäischer als auch auf globaler Ebene, Vorgaben für Ratingagenturen. Dementsprechend wird es Teil der Analyse sein, etwaige Brüche mit bisherigen Normen auszumachen.**

---


5.2 Eine neue Verordnung zur Regulierung von Ratingagenturen\textsuperscript{104}

5.2.1 Begründung und Hintergrund der Verordnung


Angesichts der Ereignisse rund um Ratingagenturen, schlagen das EP und der Rat im ‚Vorschlag für eine Verordnung‘ vier große Zielsetzungen vor, die den Ratingprozess verbessern sollen:

\begin{itemize}
  \item Interessenskonflikte sollen vermieden oder zumindest offengelegt werden.
  \item Die Qualität der Methoden soll verbessert werden.
  \item Durch die Festlegung von Angabepflichten soll die Transparenz erhöht werden.
  \item Ein effizienter Registrierungs- und Aufsichtsrahmen soll zur Verhinderung von Aufsichtsarbeit geschaffen werden (KOM 2009/704: 4).
\end{itemize}

Unabhängigkeit und Vermeidung von Interessenskonflikten

Damit Ratingagenturen das Vertrauen der Märkte zurückgewinnen können, schlagen das Europäisches Parlament und der Rat Reformen für die internen Führungsstrukturen vor. In diesem Prozess sollen interne Kontrollen und Berichtsleitlinien installiert werden, die die Ratingfunktion von Geschäftsanreizen trennt. Sollte es dennoch zu Interessenskonflikten


**Qualität der Ratings**

AnlegerInnen verfügen meist nicht über den nötigen Sachverstand, die zeitlichen und finanziellen Ressourcen oder die Informationen, um Ratings selbst vorzunehmen oder adäquat zu überprüfen. Deshalb verlassen sie sich auf Ratingagenturen, deren Ziel es nun sein muss, das tatsächliche Kreditrisiko zu ermitteln. AnlegerInnen sollten sich jedoch nicht blind auf diese Ratings verlassen, sondern sich ihr eigenes Urteil bilden und Entscheidungen sorgfältig prüfen. Damit versierte MarktteilnehmerInnen (Banken und andere institutionelle AnlegerInnen) die Solitität der Methoden kontrollieren können, sollen sie Zugriff auf die Methoden und Modelle der CRAs bekommen. Des Weiteren sollen die Agenturen verpflichtet werden, ihre Methoden kontinuierlich anzupassen und Finanzprodukte laufend zu überprüfen, damit sie sich nicht lediglich auf das Anfangsrating konzentrieren (KOM 2008/704: 9).

**Angabe- und Transparenzpflichten**


**Registrierung und Aufsicht**

Damit Ratingagenturen ihre Tätigkeit in der Europäischen Union ausüben dürfen, müssen sie sich registrieren lassen. Der Vorschlag sieht den CESR als zentrale Anlaufstelle für Anträge vor, die Zuständigkeit für

5.2.2 „Neue“ Regeln für die Abgabe von Ratings

Unabhängigkeit und Vermeidung von Interessenskonflikten


Für RatinanaylstInnen sieht die Verordnung ein graduelles Rotationssystem vor (Art. 7, Abs. 4), da davon ausgegangen wird, dass sich langandauernde Beziehungen zu Unternehmen negativ auf die Unabhängigkeit auswirken können (Erwägung 33). Demnach dürfen führende Rating-


Eine weitere Maßnahme zur Vorbeugung von Interessenskonflikten ist die Einschränkung für direkt am Ratingverfahren beteiligte MitarbeitInnen, Positionen im bewerteten Unternehmen einzunehmen. Für sie gilt eine Frist von sechs Monaten, erst danach dürfen sie Schlüsselpositionen im zuvor beurteilten Unternehmen bekleiden (Anhang I, Abschnitt C, Abs. 7). Selbst in der Stellungnahme der EZB\(^{106}\) wurde diese Frist als deutlich zu kurz beurteilt:


Um die Einhaltung der Verpflichtungen gemäß der Verordnung zu gewährleisten, werden Ratingagenturen mit der Schaffung einer unabhängigen Compliance-Funktion\(^{107}\) betraut. Die Compliance-Beauftragten müssen Zugang zu allen relevanten Informationen haben und über die

---


\(^{107}\) engl. compliance function department
entsprechenden Fachkenntnisse und Ressourcen verfügen (Anhang I, Abschnitt A, Abs. 5+6).\textsuperscript{108}


\textit{Transparenzbemühungen für Methoden, Modelle und grundlegende Annahmen}

Generell bemühen sich Parlament und Rat, mit der Verordnung für mehr Transparenz am Ratingmarkt zu sorgen. Methoden, Modelle und grundlegende Ratingannahmen wie mathematische Annahmen und Korrelationsannahmen sind von den CRAs dauerhaft offenzulegen (Anhang I, Abschnitt E, Teil 1, Nummer 5). Methoden und Modelle müssen laut Verordnung so gewählt sein, dass „Ratings auf gründlicher Analyse aller Informationen basieren (...)“ und diese „streng, systemisch und beständig sind und einer Validierung unterliegen, die auf historischen Erfahrungswerten (...) beruht“ (Art. 8, Abs. 2+3). Im Falle einer Änderung der Methoden, Modelle oder Annahmen, müssen davon betroffene Ratings erneut überprüft werden. Die Beurteilung, welche Ratings be-

\textsuperscript{108} Die Compliance-Funktion fand im Verordnungsentwurf (KOM 2008/704) keine Erwähnung und stellt eine leichte Verschärfung der entgültigen Verordnung dar.
troffen sind, unterliegt jedoch der CRA selbst (Art. 8, Abs. 6). Des Wei-
teren haben Ratingagenturen in einem jährlichen Transparenzbericht
Informationen über Besitzverhältnisse, interne Kontrollmechanismen,
Methoden, Compliance-Funktionen und andere Bereiche offenzulegen
(Art. 12 sowie Anhang Teil I, Abschnitt E, Teil III).

Inwiefern Ratingagenturen den Forderungen der Verordnung nach mehr
Transparenz nachkommen, ist fraglich. Das Geschäft der CRAs beruht
ja geradezu auf geheimen Bewertungsmodellen, um einen komparativen
Vorteil gegenüber der Konkurrenz zu erlangen. Darüber hinaus gibt es
Bedenken, dass der Wunsch nach mehr Wettbewerb am Markt für Ra-
tings dem Ziel der größeren Transparenz widerspricht.

**Ein neuer Registrierungsrahmen für Ratingagenturen**

Die wahrscheinlich größte Neuerung der Verordnung ist ein harmoni-
sierteres Registrierungsverfahren für Ratingagenturen innerhalb der Eu-
ropäischen Union. Der Registrierungspflicht (Art. 14) unterliegen alle
CRAs, die ihren Sitz in der Gemeinschaft haben, doch wesentliche
Aspekte der Prüfung des Antrags auf Registrierung blieben in der ur-
Das Registrierungsverfahren wurde als vergleichsweise kompliziert an-
gesehen (Amtenbrink 2009: 28) und orientierte sich stark an den Vor-
aussetzungen, die bereits aus der Richtlinie 2006/48/EG bekannt waren
(ebd., 25). Mit der neuen Aufsichtsarchitektur und der Umwandlung
des Level-3-Ausschusses (CESR) in eine eigenständige Behörde (ESMA),
kam neuer Schwung in die Regulierung von Ratingagenturen. Dement-
sprechend wurden im Mai 2011 mit der Verordnung 513/2011 eine
Elemente der Verordnung 1060/2009 an den neuen Regulierungsrahmen
angepasst. Besonders davon betroffen war das Registrierungsverfahren,
welches von nun an ausschließlich durch die ESMA durchgeführt wird
(VO 513/2011: Änderungsantrag 9).

Dem CESR wäre im Zulassungsverfahren eine reine Vermittlerrolle zu-
gekommen, doch mit der Verordnung 513/2011 erhält erstmals eine Auf-
sichtsbehörde, in diesem Fall die ESMA, die direkte Aufsicht über eine

---

Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen. Abrufbar

Im Falle schwerwiegender Verstöße gegen die Bestimmungen der Verordnung, auf eigenen Wunsch der Ratingagentur, bei Nichterfüllung der an die Registrierung geknüpften Voraussetzungen oder anderer Gründe (vgl. ebd., Art. 20), kann die Registrierung widerrufen werden. Die Entscheidung darüber obliegt der ESMA, wobei die zuständige Behörde eines Mitgliedstaats die ESMA auffordern kann, zu überprüfen, ob es Gründe zum Widerruf der Registrierung gibt (ebd., Art. 20).

**Neue Aufsichtsbefugnisse für die ESMA**


---


In fact, full formal regulation may be counterproductive as it might be seen by users in the market place to imply a level of official endorsement of ratings which is neither justified nor feasible (ESME 2008: 22).

5.3 Zwischenfazit

Angesichts der Aktualität des Themas sowie fehlender praktischer Erfahrungen, ist eine endgültige Bewertung der Reformbemühungen nur schwer möglich. Zudem wurde am 15. November 2011 ein weiterer Vorschlag zur Änderung der Verordnung 1060/2009 vom Europäi-

111 Eine Liste der Verstöße findet sich in Anhang III der Verordnung 513/2011.
113 KOM (2011) 747: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagentu-
schen Parlament und vom Rat veröffentlicht, der in dieser Arbeit jedoch nicht mehr berücksichtigt werden konnte. Dennoch lassen sich aus den bisherigen Reformschritten einige Tendenzen erkennen.


\begin{itemize}
  \item \textit{Interessenskonflikte}: Die Problematik, die sich aus dem Issuer-Pays-Modell\textsuperscript{115} ergibt, wurde mit der Verordnung in keiner Weise gelöst. Ebenso sind Consulting-Tätigkeiten weiterhin für die EmittentInnen von Finanzinstrumenten gestattet und wurden nur leicht eingeschränkt. Darüber hinaus sind die EigentümerInnenstrukturen der Ratingagenturen bis heute problematisch, da Großunternehmen und die größten InvestorInnen die Mehrheit der Anteile halten.

  \item \textit{Mangelhafte Methoden}: Die Verordnung fordert vor allem mehr Transparenz, wobei bestimmte Annahmen dauerhaft offenzulegen sind. Diese Vorgabe widerspricht geradezu der Arbeitsweise von Ratingagenturen, die aufgrund der Konkurrenzsituation darauf bedacht sind, möglichst wenig Informationen preiszugeben. Es muss jedenfalls bezweifelt werden, dass CRAs ihre Methoden vollständig offen legen werden. Die „sehr beschränkte Haftung von Ratingagenturen“ (Amtenbrink 2009: 33) wurde mit der Verordnung ebensowenig überdacht, doch gerade hier gäbe es enormen Handlungsbedarf. Ratings sind keine bloße (freie) Meinungsausserung,\textsuperscript{116} sie übernehmen vielmehr eine Regulationsfunktion, ohne jedoch demokratisch legitimiert zu sein. RatinganalystInnen haben zu-
\end{itemize}

\textsuperscript{114} Auf internationaler Ebene, jedoch ohne rechtsverbindlichen Charakter, ist der Verhaltenskodex für Ratingagenturen der IOSCO von zentraler Bedeutung.

\textsuperscript{115} Bezahlung der Ratingagenturen durch die EmittentInnen von Finanzprodukten.

\textsuperscript{116} Darauf berufen sich Ratingagenturen allzu gerne.
dem vor Ausbruch der Krise enorm von hochdotierten Ratings für strukturierte Finanzinstrumente profitiert, ohne dass sie später für die angerichteten Schäden haften mussten.


- **Oligopol**: Das Europäische Parlament und der Rat kritisieren zwar die mangelnde Konkurrenz und fordern, den Marktteilnehmern neue AkteurInnen zu erleichtern, bleiben in der Verordnung jedoch eine Erklärung schuldig, wie dies geschehen soll. Nach den Erkenntnissen dieser Analyse ist es jedoch ohnehin fraglich, ob durch mehr Konkurrenz die Qualität der Ratings tatsächlich zunimmt. Interessant ist jedenfalls, dass auf ein neoliberales Problem, eine neoliberale Antwort gefunden wurde, statt auf politisch ausgehandelte Regulierung zu setzen.

Die ESME warnt vor einer Regulation der Ratingagenturen, da dies als offizielle Anerkennung missverstanden werden könnte (vgl. Seite 112; ESME 2008: 22). Amtenbrink vertritt, wenn auch unter einer völlig anderen Motivation als die ESME, einen ähnlichen Standpunkt:


In der Verordnung wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass InvestorInnen nicht blind auf Ratings vertrauen sollen. Es stellt sich nun die Frage, inwiefern eine gesetzliche Regulierung nicht genau das Gegen teil bewirken könnte, da der Anschein einer strengen Regulierung und Beaufsichtigung entsteht (Amtenbrink 2009: 17). Die Frage lässt sich an dieser Stelle nicht endgültig beantworten, doch angesichts fehlender 117 ca. 95% der Ratings werden von den drei größten Ratingagenturen abgegeben.  
118 Der Aufstieg der Ratingagenturen seit den 70er Jahren ist eng mit neoliberalen Entwicklungen und der zunehmenden Finanzialisierung verbunden.  
119 Mit der Forderung nach mehr Konkurrenz wurde einer privatwirtschaftlichen Lösung der Vorzug gegeben.
Brüche mit der bisherigen Regulierung ist die problematische Rolle von Ratingagenturen noch lange nicht gelöst.
6. Fazit


Mit der Gründung der High-Level Group on Financial Supervision in the EU hatte die Europäische Union die Möglichkeit, kritischen Sachverstand in die Reformvorschläge einfließen zu lassen. In der Analyse stellte sich jedoch heraus, dass sämtliche Mitglieder der Gruppe eng mit neoliberalen Think Tanks, Finanzinstituten und Regierungsinstitutionen verbunden sind. Weshalb ausgerechnet auf jene Akteure gesetzt wurde, die sich in den letzten Jahrzehnten für Liberalisierung und Deregulierung stark machten und somit die Finanzialisierung vorantrieben, ist wenig verständlich. Somit wurde bereits mit der Auswahl der Mitglieder die Art und Reichweite der Reformvorschläge erheblich eingeschränkt.


für gemeinschaftweit tätige Institute zugesprochen hätte. Darüber hi-
naus wurde das Erlassen von rechtlich verbindlichen Maßnahmen und
Anordnungen durch verschiedene „Filter“ zusätzlich erschwert. Im Ge-
genuss zu den Aufsichtsbehörden hat der „Europäische Ausschuss für
Systemrisiken“ (ESRB) erst gar nicht die Möglichkeit, verbindliche Maß-
nahmen herauszugeben.

Insgesamt wurden drei neue Aufsichtsbehörden (ESA; Mikroaufsicht)
und der Ausschuss für Systemrisiken (ESRB; Makroaufsicht) gegrün-
det. Die drei neuen Behörden lösen die Level-3-Ausschüsse ab und wur-
den im Vergleich zu diesen mit mehr Kompetenzen ausgestattet. Dass
die Behörden auf Frankfurt, London und Paris aufgeteilt sind, wird als
Nachteil angesehen, da dies der Entwicklung der Finanzmärkte nicht
gerecht wird. Aufgabe der Behörden wird es sein, Regulierungsstan-
dards, Leitlinien, Empfehlungen, gemeinsame Methoden uvm. zu er-
arbeiten sowie zwischen den nationalen Behörden zu vermitteln. Die
tatsächliche Beaufsichtigung der FinanzmarktteilnehmerInnen bleibt
hingegen auf nationaler Ebene. Dies zu ändern ist insbesondere am
Widerstand durch den „Rat für Wirtschaft und Finanzen“ gescheitert.
Ein Bruch mit dem bisherigen Aufsichtsregime kann dementsprechend
nicht festgestellt werden.

Derivative Finanzinstrumente und im Besonderen Credit Default Swaps
waren, wie die Analyse zeigt, maßgeblich für die Intensität der Krise
verantwortlich. Über drei Jahre nach Ausbruch der Krise konnte sich
die Europäische Union noch nicht dazu durchringen, Verordnungen zur
Regulierung von Derivaten zu erlassen. Daran zeigt sich einerseits, wie
komplex das Vorhaben ist, andererseits wird deutlich, wie umkämpft
Regulierungsversuche sind, da der Handel mit Derivaten ein äußerst lu-
kratives Geschäft für die Finanzbranche ist. In den derzeitigen Verord-
nungsvorschlägen wird ein Bekenntnis dazu vermisst, Derivategeschäfte
nachhaltig einzuschränken um der zunehmenden Finanzialisierung ent-
gegen zu wirken und mit Derivaten verbundene Risiken zu verringern.
Immerhin sehen die Vorschläge Befugnisse vor, die es der ESMA er-
lauben, gewisse Finanzprodukte zu verbieten, wenn die nationalen Auf-
sichtsbehörden auf systemische Risiken nicht angemessen reagieren. Eine

120 Einen Überblick über die neue Aufsichtsarchitektur bietet Abb. 2, Seite 59.
121 Bank-, Wertpapier- und Versicherungsgeschäfte lassen sich heute kaum voneinander
trennen.
122 Ratingagenturen bilden hier eine Ausnahme.


Neu und durchaus beachtenswert ist hingegen die zentrale Registrierung und Beaufsichtigung auf EU-Ebene durch die ESMA. Dieser Schritt wurde erst durch eine Änderung der ursprünglichen Verordnung erreicht und bedeutet eine Aufwertung für die Europäische Aufsichtsbehörde. Erstmals erhält somit eine EU-Aufsichtsbehörde direkte Aufsichtsbefugnisse für eine Gruppe von Finanzmarktinstitutionen. Angesichts aktueller Entwicklungen muss jedoch die Frage gestellt werden, inwiefern es gelungen ist, Ratingagenturen politisch zu regulieren, oder ob nicht eher das Gegenteil der Fall ist. Ein Bruch im Umgang mit Ratingagenturen konnte jedenfalls nicht festgestellt werden, denn dazu wären tiefgreifende Reformen notwendig gewesen, die die Ratingagenturen in ihren Grundfesten erschüttert hätten. Stattdessen wird ihnen von politischer Seite (!) weiterhin eine zentrale Rolle für die Finanzmärkte zugeschrieben.
Insgesamt lassen sich aus den getroffenen Maßnahmen keine Brüche mit bisheriger Finanzmarktregulierung feststellen. Die derzeitigen Schritte bilden in keiner Weise ein Gegenkonzept zur Finanzialisierung der letzten vier Jahrzehnte, denn dazu wären entschiedene Schritte gegen Liberalisierung und Deregulierung notwendig gewesen. Viele Reformen stehen jedoch erst am Anfang und es wird sich zeigen, inwiefern es gelingt, die Finanzmärkte wieder unter politische Kontrolle zu bringen.
7. Literatur

EU-Dokumente


Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und
des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der
Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines
Europäischen Ausschusses für Systemrisiken. Abrufbar unter:

Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 Des Europäischen Parlaments und
des Rates zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde
(Europäische Bankenaufsichtsbehörde), zur Änderung des
Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses

Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 Des Europäischen Parlaments und
des Rates zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde
(Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und
die betriebliche Altersversorgung), zur Änderung des Beschlusses
Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/79/

Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 Des Europäischen Parlaments und
des Rates zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde
(Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur
Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung
des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission: Abrufbar unter

Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und
des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009
Monographien


Steinbach, Armin; Steinberg, Philipp (2010): Nach der Krise ist vor der Krise. Haben wir die richtigen Lehren gezogen und was bleibt zu tun? Marburg

Steinbach, Armin; Steinberg, Philipp (2010): Nach der Krise ist vor der Krise. Haben wir die richtigen Lehren gezogen und was bleibt zu tun? Marburg.

Journals


Haar, Kenneth; Rowell, Andy; Vassalos, Yiorgos (2009): Would you bank on them?


*Internetquellen*


Businessweek: http://investing.businessweek.com/businessweek/research/stocks/people/person.asp?personId=794104&ticker=FTE:US&previousCapId=367964&previousTitle=France%20Telecom Zugriff am 27.10.2011


Bruegel: http://www.bruegel.org/about/ Zugriff am 28.10.2011

Bruegel-Members: http://www.bruegel.org/about/members/ Zugriff am 28.10.2011


Abstract

Deutsch

Englisch
This thesis analyses the question in which to what extent the EU has made changes regarding the current regulations of the financial markets. Using the concept of financialization it is argued that financial markets play an increasingly crucial role for economies. Though, at the same time, the risk of a financial crisis has risen tremendously. The High-Level Group – mandated by the EU – could have suggested key ideas for a new supervisory system. However, the EU only put people in charge of the High-Level Group who had previously supported liberalization and deregulation. According to this it is not surprising that the new financial supervision architecture is influenced by former regulations. Although derivatives played a critical role in the crisis, the EU could not manage to agree on specific measures. Not even the present recommendations could make profound changes. Similarly the problematic role of credit rating agencies wasn’t solved, despite the fact that they significantly accounted for the severity of the crisis.
Lebenslauf

Angaben zur Person

Name Georg Gaag
Geburtsdatum 15. Februar 1983
Staatsangehörigkeit Deutschland

Bildungsweg

Studium
2003 bis 2012 Studium der Politikwissenschaft
Schwerpunkte Internationale Politische Ökonomie; Politische Bildung; Internationale Entwicklung

Schulen
2002 Matura/Abitur im Gymnasium Sachsenbrunn (Kirchberg am Wechsel)
1989 bis 2002 Diverse Schulen in Auerbach (Karlsbad), Frankfurt am Main, Pforzheim und Kirchberg am Wechsel

Berufserfahrung

Seit Jänner 2009 Mobiletouch Austria GmbH (Trainer für die A1 Akademie; grafische Aufbereitung von Schulungsunterlagen)
Herbst 2010 Österreichischer Fußballbund (Liaison Officer für diverse U19 Nationalmannschaften)
2005 bis 2008 Ercon Unternehmensberatung und Vertriebsgesellschaft m.b.H (Sales Agent)

Praktika
Juli bis August 2005 Institut für Sozialarbeit und Sozialpädagogik e.V (Recherche zu EU-Ausschreibungen; aktive Mitwirkung in internen Arbeitsgruppen)
2002-2003 ÖJAB Europahaus Wien (Rezeption; Bearbeitung von Studierendenangelegenheiten)