

Lehren aus den Finanzmarkturbulenzen

Positionen des Bankenverbandes

Berlin, 7. April 2008

Vorbemerkungen

Die aktuelle Lage an den Kapitalmärkten zeigt die enge Marktverflechtung, die aus der globalen Finanzmarktintegration resultiert. Es ist deutlich geworden, dass *per se* regionale Entwicklungen erhebliche globale Folgewirkungen haben können. Dieser Erfahrung müssen sich Marktteilnehmer, Aufsichtsbehörden und Gesetzgeber stellen.

In der vorliegenden Analyse des Bankenverbandes geht es darum, die echten und vermeintlichen Schwächen im Marktumfeld und im regulatorischen Rahmenwerk, die derzeit diskutiert werden, näher zu untersuchen. Damit soll ein Beitrag dazu geleistet werden, dass einerseits notwendige Maßnahmen zügig ergriffen, andererseits aber vor-schnelle Schlussfolgerungen, die im Raum stehen, aber nicht hilfreich, sondern sogar kontraproduktiv wären, vermieden werden.

Bei der Suche nach Verbesserungsmöglichkeiten kommt den Marktteilnehmern selbst besondere Verantwortung zu. Sie erleiden derzeit erhebliche geschäftliche Einbußen und haben daher hohes Interesse, derartige Prozesse künftig zu vermeiden. Nicht zuletzt darauf sollte man zählen. Selbstverpflichtungen führen zudem schneller zum Ziel als hoheitliche Eingriffe. Daher wird von Seiten des Bankenverbandes eine Reihe von Maßnahmen vorgeschlagen, die insbesondere der Schaffung von Transparenz und damit der Steigerung der Stabilität des Finanzsystems dienen.

Nur dort, wo in den rechtlichen Regelwerken tatsächliche Schwächen bestehen und zugleich die Marktteilnehmer selbst nicht in der Lage sind, die erforderlichen Standards zu setzen, sind auch Anpassungen an den rechtlichen Rahmenbedingungen des Finanzmarktgeschäfts sinnvoll. Allerdings: Vollständige Sicherheit auf den Finanzmärkten gibt es nicht. Es wäre ein Irrglaube, anzunehmen, dass es mit einer Fülle von Detailregeln gelingen könnte, aller Risiken Herr zu werden. Die mangelnde Intensität staatlicher Regulierung war nicht letztlich ursächlich für die jüngsten Entwicklungen.

In der vom Rat der Europäischen Wirtschafts- und Finanzminister beschlossenen „Roadmap“ und den korrespondierenden Arbeiten auf internationaler Ebene – insbesondere im Forum für Finanzmarktstabilität – wurden wesentliche Fragestellungen identifiziert. Die so umrissenen Themen bilden die Grundlage dieser Bestandsaufnahme. Die privaten Banken in Deutschland stehen den politischen Institutionen für einen intensiven Dialog über notwendige Schlussfolgerungen aus den Finanzmarkturbulenzen zur Verfügung. Nur in diesem Austausch können nach unserer Auffassung stabilitätsfördernde und zugleich marktgerechte Lösungen erarbeitet werden. In diesem Sinn soll das vorliegende Papier einen Beitrag leisten.

Prof. Dr. Manfred Weber
Geschäftsführender Vorstand

Die wichtigsten Schlussfolgerungen in Kürze

Ein neuer, prinzipienbasierter Aufsichtsansatz

1. In den aktuellen Diskussionen kommt den bankinternen Risikomanagementsystemen und den aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen besondere Bedeutung zu. Die Überprüfung des Risikomanagements ist eine Daueraufgabe jeder Bank. Die Entwicklungen der vergangenen Monate haben gezeigt, dass es hier weiteren Handlungsbedarf gibt, dem sich die Finanzinstitute stellen. Aber auch im Bereich der rechtlichen Vorgaben des Risikomanagements werden die jüngsten Entwicklungen Niederschlag finden müssen. **Moderne Finanzaufsicht darf dabei nicht länger auf rein statischen aufsichtlichen Kriterienkatalogen basieren.** Vielmehr hat gute Aufsicht die Qualität des Risikomanagements der Finanzunternehmen zu stärken. Die Bankenaufsicht muss daher den Kurs weg von der Überprüfung der Einhaltung detaillierter Einzelregeln und hin zur Sicherstellung grundlegender qualitativer Prinzipien beschreiten.

Optimierte internationale Kooperation

2. Zudem gilt es, der Tätigkeit grenzüberschreitend aktiver, integrierter Bankengruppen im Aufsichtsrecht und in der Aufsichtspraxis Rechnung zu tragen. Die daraus folgende Notwendigkeit einer **intensiven Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden** darf jedoch nicht alleine oder auch nur vorrangig durch nationales oder europäisches Recht erzwungen werden, sondern setzt letztlich den echten Willen der Beteiligten voraus, die Aufsichtspraxis zunehmend zu vereinheitlichen.
3. Demselben Grundgedanken folgend, ist auch die **Aufsichtszusammenarbeit auf globaler Ebene** in den Blick zu nehmen. Eine kritische Bestandsaufnahme kann die Grundlage dafür legen, die internationale Kooperation weiter zu verbessern. Dazu bieten sich globale Gremien (Baseler Ausschuss, IOSCO) ebenso an wie erweiterte Colleges of Supervisors und eine Stärkung der bilateralen Beziehungen der Aufsichtsbehörden.
4. Die Aufsichtsbehörden sollten sich für den Fall krisenhafter Entwicklungen bereits im Vorfeld zur Erstellung von **Notfallplanungen** und zur Entwicklung von **Kommunikationsstrategien** gegenüber der Öffentlichkeit verpflichten. Diese Krisenbewältigungs- und -präventionsstrukturen müssen auch Notenbanken und Regierungen einbeziehen.

5. Der Internationale Währungsfonds kann den Kern eines internationalen **Frühwarnsystems** bilden. Dem Fonds stehen bereits entsprechende Analysekapazitäten zur Verfügung, die weiter gestärkt werden müssen. Zudem gilt es, das Analyseschema durch den Austausch mit den Marktteilnehmern zu erweitern und eine politische Rückkopplung mit dem Financial Stability Forum zu verankern.

Basel II vor weitergehenden Schritten erproben

6. Die überwiegende Mehrheit der Kreditinstitute in Europe wendet Basel-II-Verfahren erst seit Beginn des Jahres 2008 an. Die Finanzmarktkrise hat sich noch unter dem alten aufsichtlichen Regelwerk Basel I entwickelt. Diese Tatsache muss bei der Bewertung der aktuellen Marktsituation berücksichtigt werden. Eine Reihe der Regeln, die durch die Basel II-Umsetzungsrichtlinie in europäisches und deutsches Recht Eingang gefunden haben, wird künftig einen deutlich besseren Schutz vor Entwicklungen bieten, wie wir sie in den vergangenen Monaten erlebt haben. Daher muss vor der Diskussion über Änderungen am aufsichtlichen Regelwerk die **Erprobung von Basel II in der Praxis** stehen.
7. Dies gilt insbesondere für Überlegungen zu einer pauschalen Erhöhung des **Solvabilitätskoeffizienten**. Ein solcher Schritt wäre verfrüht, denn noch liegen keine hinreichenden Erkenntnisse darüber vor, welche Eigenkapitalquoten die Banken nach Basel II haben werden.
8. Mit der neuen Bankenrichtlinie wurde ebenfalls eine Reihe von **Kapitalunterlegungs- und Offenlegungspflichten** etabliert, die eine Ansammlung strukturierter Produkte außerhalb der Bankbilanz deutlich weniger attraktiv machen. Gerade die neuen **Offenlegungsanforderungen** gemäß Säule III werden dazu führen, dass die Banken durch Darlegung der Ziele und Rollen des jeweiligen Instituts im Verbriefungsbereich und die Veröffentlichung der mit Eigenkapital zu unterlegenden Verbriefungsgeschäfte nach Risikoklassen für weit höhere Markttransparenz sorgen als bisher.
9. Die Mehrzahl der international operierenden Institute, die den fortgeschrittenen IRB-Ansatz anwenden, muss die Offenlegungspflicht erst am Ende des ersten Quartals 2009 erfüllen. Da der Richtlinien text Interpretations- und Definitionsspielräume erlaubt und eine vergleichbare Offenlegung aller europäischen Institute damit derzeit nicht sichergestellt ist, arbeitet die Finanzbranche intensiv auf einen **gemeinsamen Offenlegungsstandard** hin. Vergleichbare Initiativen auch anderenorts wären sehr zu begrüßen.

10. Dies belegt, dass **aufgrund der nicht zeitgleichen Umsetzung von Basel II** in der EU und an Finanzplätzen außerhalb der EU **regulierungsbedingte Wettbewerbsverzerrungen** entstehen können. Daher ist es von zentraler Bedeutung, dass Basel II weltweit rasch und einheitlich umgesetzt wird. Dies betrifft insbesondere die USA. Der dortige Zeitplan sieht vor, dass Banken frühestens ab April 2009 und spätestens ab April 2011 die neuen Regelungen anwenden. Ein zeitnahe Übergang bereits im Jahre 2009 muss im Interesse der Stabilität der Finanzmärkte angestrebt werden.
11. Mit der nach Säule II der Baseler Eigenkapitaleinkunft geschaffenen Pflicht zur angemessenen Behandlung und Eigenkapitalunterlegung aller Risiken ist ein weiteres ziel führendes Instrument geschaffen worden, um **Risikokonzentrationen** zu begrenzen. Dies gilt gerade für solche Risiken, die sich aus der Finanzierung aus gleichen Refinanzierungsquellen ergeben. Daher sollte dieses Kriterium als eigene Risikokategorie in den Katalog der Säule II aufgenommen werden. Die Großkreditregelung stellt im Gegensatz dazu angesichts zahlreicher Umgehungs- und Abgrenzungsprobleme kein geeignetes Instrument dar, um diese Risiken zu kontrollieren.
12. Dem **Liquiditätsrisikomanagement** muss auf internationaler Ebene mehr Beachtung geschenkt werden. Die in die deutsche Liquiditätsverordnung neu eingebrachte Öffnungsklausel stellt einen wichtigen Schritt in Richtung prinzipienbasierter Aufsicht dar und wird zu einer Verbesserung des Managements von Liquiditätsrisiken führen. Auf dieser Basis wäre eine weitere europäische **Harmonisierung der Liquiditätsvorschriften** zu begrüßen. Angesichts der erheblichen Unterschiede der nationalen Liquiditätsvorschriften ist dies jedoch im Rahmen der aktuellen Überprüfung der Bankenrichtlinie wohl nicht zu leisten.

Verbesserte Informationsbasis für Investoren

13. Zwar stehen Investoren bereits heute zum Zeitpunkt der Emission die wesentlichen Informationen, etwa zu Collateralized Debt Obligations (CDOs) und Commercial Papers, zur Verfügung. Die bestehende Marktpraxis könnte allerdings weiterentwickelt werden, so dass die Investoren über die ursprünglichen Angaben hinaus fortlaufend informiert gehalten werden und so die Transparenz der Märkte für alle Investoren verbessert wird. Daher diskutiert die europäische Finanzbranche derzeit mögliche **Grundlagen eines standardisierten Informationsangebots an Investoren.**

Weiterentwicklung der Regeln zur Bilanzierung von Finanzinstrumenten

14. Fair-Value-Bewertungen haben gerade in Situationen, in denen kein aktiver Markt oder beobachtbare Marktparameter vorliegen, Anlass zu intensiven Diskussionen gegeben. Die dann zu verwendenden komplexen Bewertungsmodelle beruhen auf Annahmen, Einschätzungen und Erfahrungswerten der einzelnen Bank. Zu Recht sehen die IFRS-Regelungen **kein einheitliches Bewertungsmodell** von Finanzinstrumenten ohne aktiven Markt vor. Das Augenmerk muss vielmehr auf die **Verbesserung der Transparenz der Bewertung von Finanzinstrumenten für Dritte** gerichtet sein. Hierzu leistet der im Jahresabschluss 2007 erstmals verpflichtend anzuwendende Standard IFRS 7 bereits einen wichtigen Beitrag. Er liefert eine gute Ergänzung zu den oben genannten aufsichtlichen Offenlegungsvorschriften für Verbriefungspositionen.
15. Die internationalen Rechnungslegungsvorschriften können in Teilen krisenverschärfend wirken, da die Wertpapiere täglich zu Marktpreisen bewertet werden müssen. Daher wäre es sinnvoll, auf internationaler Ebene **eine Aussetzung der täglichen Marktwertbewertung rückwirkend zum 1. Januar 2008** in Krisenzeiten zu erlauben.
16. Zudem muss der Standardsetzer IASB den Diskussionsprozess zu Anwendungsbereich und Ausgestaltung der Fair-Value-Bewertung mit der Finanzindustrie intensivieren.

Verhaltensanpassungen der Rating-Agenturen unumgänglich

17. Die Rating-Agenturen stehen stark in der Kritik. Von ihnen wird höhere Transparenz, eine bessere Qualität und die Vermeidung möglicher Interessenkonflikte gefordert. In der Tat ist die Qualität der Ratings und ihre uneingeschränkte Akzeptanz bei den Marktteilnehmern für die Bewertung strukturierter Produkte von zentraler Bedeutung. Daher müssen die Rating-Agenturen auf die Vertrauenseinbußen zielführend reagieren.
18. Zugleich darf nicht übersehen werden, dass sich der bisherige **Ansatz auf der Basis der „Code of Conduct Fundamentals“ von IOSCO regelungstechnisch bewährt** hat. Allerdings ist es zwingend erforderlich, auf die Schwächen beim Rating strukturierter Finanzierungen mit Anpassungen der IOSCO-Vorgaben zu reagieren. Eine klarere Spezifizierung ist gerade dort notwendig, wo mehr **Transparenz über die Eigenschaften und Grenzen von Ratings**, die **Rating-Methoden** und die den Rating-Modellen unterliegenden Annahmen geschaffen werden kann. Dies ist die unabdingbare Voraussetzung, um Marktteilnehmern eine ausreichende Informationsbasis für ihre eigene Risikoanalyse zu verschaffen. Zudem sind ergänzende **Mindeststandards für die regelmäßige Beobachtung von Ratings** nötig, um gegebenenfalls eine zeitnahe Revision der Ratings im strukturierten Bereich zu gewährleisten. Grundlegende Änderungen des gesamtwirtschaftlichen und des Marktumfeldes müssen dabei besser als bisher berücksichtigt werden. Aus diesen gestiegenen Anforderungen kann sich Handlungsbedarf auch hinsichtlich der **Ausstattung der Rating-Agenturen mit ausreichendem und qualifiziertem Personal** ergeben.
19. Zur **Beseitigung von Interessenkonflikten** beim Rating und bei der Verbriefung strukturierter Finanzprodukte ist eine klare Trennung zwischen Ratings und sonstigen Dienstleistungen, die von den Agenturen erbracht werden, unumgänglich.

Eine verbesserte Informationsbasis über Hedge-Fonds schaffen

20. Die dauerhafte Sicherung der Finanzstabilität setzt eine ausreichende Transparenz hinsichtlich des Ausmaßes und der Verteilung von Finanzrisiken voraus. Mit dem wachsenden Anteil des Geschäftsvolumens von Marktteilnehmern, die keiner oder nur einer eingeschränkten Aufsicht unterliegen, wird dies jedoch immer schwieriger. Gerade Hedge-Fonds sind in dieser Hinsicht eine bedeutsame Größe an den internationalen Finanzmärkten. **Verbesserte Informationen über die Hedge-Fonds-Branche** können – von den Aufsichtsbehörden den Marktteilnehmern zur Verfügung gestellt – ein geeignetes Instrument zur Schärfung des Risikobewusstseins und damit ein Katalysator zur Verbesserung der Marktdisziplin sein.
21. Vorrang hat die Schaffung eines zwar freiwilligen, aber verbindlichen **Code of Conduct**. Die im Januar 2008 von der „Hedge Fund Working Group“ vorgelegten Standards bilden hierfür die geeignete Basis. Ergänzend müssen ein **unabhängiger Monitoring-Prozess** etabliert und Verstöße gegen den Kodex publiziert werden. Die Rating-Agenturen sollten zur **Weiterentwicklung der Rating-Modelle für Hedge-Fonds** ermutigt werden.
22. Daneben wird die **Einsetzung einer internationalen Arbeitsgruppe** empfohlen, um die auf nationaler Ebene erhobenen Daten zu eruieren, die sich zur Beurteilung der potenziell mit Hedge-Fonds verbundenen systemischen Risiken eignen. Eine **internationale Harmonisierung** dieser Erhebungen wäre zu prüfen – ohne aber das sinnvolle Verhältnis zwischen Kosten und Nutzen einer Datenerhebung aus den Augen zu verlieren.
23. Gleichzeitig muss ein **regelmäßiger Informationsaustausch zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden** in Gang kommen. Die nationalen Aufsichtsbehörden der G7/G8-Länder sollten zu diesem Zweck den Dialog mit den in ihrem Aufsichtsbereich ansässigen Hedge-Fonds und Hedge-Fonds-Managern ausbauen und ihre Erkenntnisse in einen Erfahrungsaustausch der Aufsichtsbehörden einbringen.

* *

*

Inhaltsverzeichnis

1. Prinzipienbasierte Bankenaufsicht als Ausgangspunkt	1
2. Risiko- und Liquiditätsmanagement der Banken	3
2.1. Kredit- und Marktrisikomanagement von Verbriefungsportfolios.....	3
2.2. Liquiditätsrisikobewertung und -management der Banken	6
2.3. Eigenkapitalanforderungen für Liquiditätsfazilitäten an Zweckgesellschaften	9
2.4. Konzentrationsrisiken im weiteren Sinne.....	12
2.5. Anreizstrukturen am Kreditmarkt.....	16
2.6. Risikomanagement von Zweckgesellschaften und institutionellen Anlegern.....	18
3. Offenlegung und Offenlegungsanforderungen an die Banken.....	19
3.1. Offenlegung von Verbriefungspositionen nach der neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung	19
3.2. Offenlegung von statistischen Daten über die Kreditmärkte	22
3.3. Offenlegung der Emittenten.....	24
3.3.1. Transparenz bei Emission	24
3.3.2. Fortlaufende Informationen	24
3.3.3. Information gegenüber Rating-Agenturen	25
3.3.4. Fortentwicklung der Marktpraxis.....	25
4. Bewertungsstandards der Banken im Bereich der Rechnungslegung	27
4.1. Bewertung von Finanzinstrumenten ohne aktiven Markt.....	27
4.1.1. Vorbemerkung	27
4.1.2. Bilanzierung von Finanzinstrumenten nach IFRS	27
4.1.3. Positionspapier des Global Public Policy Committee zur Bewertung von Finanzinstrumenten	30
4.1.4. Positionspapier des IDW sowie des RIC zur Bewertung von Finanzinstrumenten	31
4.1.5. US-GAAP-Standard zur Fair-Value-Bewertung	32
4.1.6. White Paper des Center for Audit Quality.....	34
4.1.7. Fazit.....	34
4.2. Auswirkungen der Bewertungsstandards auf das Risikomanagement der Banken ..	37
4.3. Bewertungsstandards für Nicht-Banken	38
5. Zusammenarbeit und Funktionsweise der Aufsichtsbehörden	39
5.1. Zusammenarbeit der europäischen Aufsichtsbehörden	39
5.1.1. Rechtliche Vorgaben zur Zusammenarbeit	39
5.1.2. Nationale Mandate der Aufsichtsbehörden	43
5.1.3. Gemeinsames Rahmenwerk zur Feststellung einer Systemkrise.....	44
5.1.4. Krisenmanagement	47
5.2. Rolle und Funktionsweise des Committee of European Banking Supervisors (CEBS)49	
5.2.1. Rechtlicher Status der Level-3-Ausschüsse	49
5.2.2. Finanzierung der Level-3-Ausschüsse	50
5.3. Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden außerhalb der EU	52
6. Rating-Agenturen	53
6.1. Rolle der Rating-Agenturen und die Nutzung der Ratings durch die Banken.....	55
6.2. Verhaltenskodex oder gesetzliche Regulierung der Rating-Agenturen?.....	57
6.3. Einhaltung des IOSCO-Code of Conduct durch die Rating-Agenturen.....	59
7. Hedge-Fonds	64
7.1. Rolle der Hedge-Fonds und ihre potenziellen Systemrisiken.....	64
7.2. Transparenz der Hedge-Fonds erhöhen.....	66

1. Prinzipienbasierte Bankenaufsicht als Ausgangspunkt

Sämtlichen in diesem Papier angeregten Konsequenzen aus den Finanzmarkturbulenzen liegt die Grundüberzeugung des Bankenverbandes zugrunde, dass neue Regulierungen immer daraufhin überprüft werden müssen, ob weitere detaillierte Gesetze tatsächlich sinnvoll sind. Oftmals sind eine Rücknahme von Details und eine stärker an Prinzipien orientierte Gestaltung zielführender. Auf lange Sicht muss die Bankenaufsicht nach unserer Überzeugung prinzipienbasiert ausgestaltet werden, um flexibel auf neue Probleme reagieren zu können. Unsere grundsätzlichen Überlegungen hierzu führen wir im Folgenden aus.

Die aktuellen Verwerfungen auf den Finanzmärkten haben weltweit bei vielen Instituten zu schwerwiegenden Belastungen geführt. Bislang ist nicht bekannt geworden, dass eines dieser Institute dabei gegen Vorschriften und Gesetze der Bankenaufsicht verstoßen hat. Wohl aber wurde an vielen Stellen nicht im Einklang mit den Grundsätzen eines verantwortungsvollen Risikomanagements gehandelt. Dies ist aus unserer Sicht ein starkes Argument für eine mehr an Prinzipien und weniger an detaillierten Einzelvorschriften ausgerichtete Bankenaufsicht.

Die Regulierungsstrukturen müssen daher überarbeitet werden und sich stärker auf die Erfassung der tatsächlichen Risiken konzentrieren. Dreh- und Angelpunkt einer modernen Finanzaufsicht darf nicht ein statischer aufsichtlicher Kriterienkatalog sein. Vielmehr muss eine gute Aufsicht die Qualität des Risikomanagements eines Finanzunternehmens sicherstellen. Die Duplizität von bankinternen Risikosystemen und aufsichtlichen Vorgaben zur Messung und Meldung von Risiken muss überwunden werden.

Dazu muss die Finanzaufsicht zukünftig stärker qualitativ und prinzipienorientiert ausgestaltet werden. Es muss für jeden neu zu regelnden beziehungsweise zu überarbeitenden Aufsichtsbereich ein Rahmen grundlegender Aufsichtsprinzipien definiert werden. Jedes Institut muss diesen aufsichtlichen Rahmen dann angemessen füllen. Das bedeutet, dass für systemrelevante Geschäftsbereiche einer Bank differenzierte interne Verfahren und Systeme entwickelt und genutzt werden sollen.

Die Entwicklung, Dokumentation und Vorhaltung solcher Systeme ist aufwändig und für die Banken mit erheblichem finanziellen und personellen Ressourceneinsatz verbunden. Instituten mit einfachen Strukturen muss daher alternativ ein Katalog mit klaren Detailregeln zur Verfügung gestellt werden. Dieser muss mit überschaubarem Aufwand implementiert werden können. Dafür ist ergänzend ein Standard-Regelwerk aufzustellen. Es

sollte eine einfache Methode zur Umsetzung der Grundprinzipien der Bankenaufsicht darstellen und für grundlegende Bankgeschäfte sachgerecht sein.

Als zentrale Voraussetzungen für den Übergang zur prinzipienbasierten Aufsicht müssen ein einheitliches und hohes Qualitätsniveau bei den Aufsichtsinstitutionen und ein enger Austausch mit den Banken sichergestellt werden. Intensive Kommunikation zwischen Banken und Aufsehern fördert ein gleiches Verständnis und erleichtert die Beurteilung der Verfahren und Systeme auf Bankenseite.

Eine Aufsicht, die den neuen Anforderungen gewachsen ist, muss zudem besser ausgestattet werden. Dies gilt für die sachliche, vor allem aber für die personelle Ausstattung. Die Aufsichtsinstitutionen müssen die Möglichkeit erhalten, ihre Mitarbeiter höher und stärker leistungsbezogen zu bezahlen. Weiterhin sind ein einheitliches Qualitätsniveau der Bankenaufsicht sicherzustellen und eine unterschiedliche Aufsichtspraxis zu vermeiden. Dies gilt sowohl innerhalb der einzelnen Institutionen als auch zwischen verschiedenen Institutionen, und zwar auf nationaler und grenzüberschreitender Ebene. Hierzu muss es eine höhere Transparenz über die getroffenen aufsichtlichen Entscheidungen geben. Dies könnte durch die Schaffung einer zentralen Qualitätssicherungsstelle geschehen, aber auch über die anonymisierte Offenlegung von Entscheidungen. So könnten die Strukturen und Systeme der Finanzaufsicht den multinational agierenden Banken folgen.

- Die Bankenaufsicht muss langfristig einem Paradigmenwechsel unterzogen werden: weg von der Überprüfung der Einhaltung vieler Detailregeln – hin zur Sicherstellung grundlegender Prinzipien, welche die Qualität des Risikomanagements eines Finanzunternehmens gewährleisten.
- Voraussetzung für einen solchen Paradigmenwechsel ist ein einheitliches und hohes Qualitätsniveau bei den Aufsichtsinstitutionen. Dieses muss maßgeblich durch eine bessere Ausstattung der Bankenaufsicht unterstützt werden.
- Gute Mitarbeiter sollten durch die Schaffung neuer Möglichkeiten zur Vergütungsanpassung und Flexibilisierung gehalten und gewonnen werden. Insbesondere muss es einfacher werden, erfahrene Mitarbeiter zu rekrutieren.
- Durch einen regelmäßigen und engen Dialog zwischen Banken und Aufsehern sollten ein gegenseitiges Verständnis und ein wechselseitiger Wissenstransfer erreicht werden. Dies würde es der Aufsicht erleichtern, die Systeme auf Bankenseite realistisch zu beurteilen.

2. Risiko- und Liquiditätsmanagement der Banken

2.1. Kredit- und Marktrisikomanagement von Verbriefungsportfolios

Sachstand

Die turbulenten Entwicklungen der letzten Monate sind gekennzeichnet durch außergewöhnlich heftige Marktverwerfungen infolge eines exogenen Schocks. Diese Marktverwerfungen zeigten sich in stark fallenden Preisen nach einer längeren Phase mit einem niedrigen Volatilitätsniveau. Der Preisverfall resultierte aus einer größeren Unsicherheit über die Korrektheit der impliziten oder explizit geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeiten und Ausfallkorrelationen (Ausfallrisikozusammenhänge zwischen verschiedenen Kreditnehmern) der zugrunde liegenden Kreditforderungen und damit auch der Ausfallwahrscheinlichkeiten der Verbriefungsinstrumente selbst. Dies führte zu erheblichen Spread-Ausweitungen und steigenden Volatilitäten sowie austrocknender Marktliquidität. Hierauf folgten zum Teil erhebliche Korrekturen der externen Ratings der großen Agenturen.

Die aufsichtsrechtlich für die Berechnung der Kapitalunterlegung vorgegebenen Modelle im Verbriefungsbereich basieren bekanntlich im großen Umfang auf externen Ratings. Eine von den Rating-Agenturen unabhängige Risikoeinstufung für Investoren im Rahmen der Bestimmung der Kapitalunterlegung ist zumindest außerhalb des internen Einstufungsverfahrens (Internal Assessment Approach, IAA) und des aufsichtlichen Formelansatzes nicht möglich. Gegebenenfalls vorhandene Risikounterschätzungen wären damit, bezogen auf die Kapitalunterlegung, außerhalb der Anwendung des IAA (und des aufsichtlichen Formelansatzes) den Rating-Agenturen zuzurechnen.

Position des Bankenverbandes

Auch für Verbriefungen sollte das Prinzip gelten, dass die Institute nicht allein einer externen Risikoeinstufung vertrauen dürfen, sondern sich in die Lage versetzen müssen, für jede „Investition“ eine eigenständige, von Rating-Agenturen unabhängige Beurteilung der involvierten Risiken vor der Investitionsentscheidung zu treffen. Die Institute müssen die hierfür erforderlichen Freiheiten und Informationen erhalten.

Für das interne Einstufungsverfahren (IAA) besteht die Vorgabe, dass die methodische Basis der eigenen internen Einschätzung die Methodik einer externen Rating-Agentur

sein muss. Hier gibt es sowohl im Hinblick auf die Methodik als auch hinsichtlich des Rating-Ergebnisses nicht genügend Spielraum für eine eigenständige Bewertung. Zusätzliche Analysen werden regelmäßig vorgenommen und erstrecken sich sowohl auf quantitative als auch auf qualitative Rating-Aspekte. Es wäre sinnvoll, den Banken generell größere Freiheiten für die Rating-Verfahren (und damit auch für die Rating-Ergebnisse) im Verbriefungsbereich einzuräumen, die der Berechnung der Kapitalanforderungen dienen. Damit wäre auch sichergestellt, dass intern zusätzliche Anreize für die Weiterentwicklung der Rating-Verfahren gesetzt werden.

Für eine ergänzende interne Analyse der Investoren sind zeitnahe und aussagekräftige Informationen über die jeweilige Struktur eine notwendige flankierende Bedingung. Insofern ist die im Rahmen des sogenannten „round table“ der Europäischen Kommission angestoßene Selbstverpflichtung „Investor Information Initiative“ zur Verbesserung der Informationsbasis der Investoren von ESF, SIFMA, ICMA, CMSA, EBF, LIBA, ESBG und EACB¹ zu begrüßen. Auf Investorenmenseite müssen die Kapazitäten bereitgestellt werden, die eine angemessene Verarbeitung zusätzlicher Informationen sicherstellen.

Verbesserungen bezüglich der Rating-Methodik der Rating-Agenturen, der Prüfungsstandards der Agenturen und der Transparenz ihrer Methodik sind geboten, auch um den Investoren bessere Anhaltspunkte zu geben, in welcher Form intern auf den Ergebnissen der Agenturen aufgesetzt werden kann. Mit der grundsätzlich angemessenen Vorgehensweise der Rating-Agenturen, innerhalb eines „Through-the-cycle-Ansatzes“ Aussagen lediglich über Ausfallwahrscheinlichkeiten zu machen, ist es schwer vereinbar, die Marktpreisänderungen bei bestimmten Emissionen in das externe Rating einzubeziehen. Dies bietet sich eher als Element der Risikoanalyse außerhalb des externen und internen Rating-Prozesses auf Investoren- beziehungsweise Bankenseite an. Zweifel sind zudem angebracht, ob es im Hinblick auf das Ziel der externen Rating-Analyse möglich und sinnvoll ist, auf Agenturenebene die Liquidität verschiedener Marktsegmente in das externe Rating einzubeziehen.

Eine alleinige Steuerung von Verbriefungsportfolios im Anlagebuch über Rating-Verfahren (einschließlich Früherkennungssystemen) ist nicht ausreichend. Hinzu muss eine Steuerung der Marktrisiken im Anlagebuch kommen. Eine fehlende oder nicht an die jeweilige Risikotragfähigkeit angepasste Limitierung der Marktrisiken aus Verbriefungsportfolios dürfte bei einigen Banken in einem bedeutenden Umfang zur Realisation von

¹ ESF: European Securitisation Forum; SIFMA: Securities Industry and Financial Markets Association; ICMA: International Capital Market Association; CMSA: Commercial Mortgage Securities Association; EBF: European Banking Federation; LIBA: London Investment Banking Association; ESBG: European Savings Banks Group; EACB: European Association of Co-operative Banks

erheblichen, bestandsgefährdenden Verlusten beigetragen haben. Hinzu dürfte eine nicht rechtzeitig einsetzende Positionssteuerung der betrachteten Portfolios gekommen sein. Ein unvollständiges Limitsystem aufgrund einer unvollständigen Risikomessung setzt zudem Fehlanreize, weil es damit möglich ist, zusätzliche Erfolgsbeiträge scheinbar ohne zusätzliche Risikoübernahme zu generieren.

Hinsichtlich der Stress-Tests ist es sinnvoll, die internen „Day-to-day-Modelle“ durch portfoliospezifische Stress-Test-Modelle für Kredit- und Marktrisiken der Verbriefungsportfolios zu ergänzen. Makroökonomische Stress-Test-Modelle bleiben mit ihren Analysen auf der obersten Portfolioebene. Sie können damit spezifische Stress-Situationen von Sub-Portfolios generell und damit auch von Verbriefungsportfolios, die zu besonders großen Portfolioverlusten führen, nicht adäquat erfassen. Geeignet für Stress-Analysen wären Modelle auf Sub-Portfolioebene – zum Beispiel für einzelne Verbriefungsportfolios –, die es erlauben, Szenarien zu modellieren, die für die Finanzmarktkrise typisch sind. Denkbar wären auch Stress-Test-Szenarien, die die Nichtbedienung riskanterer Tranchen annehmen und die daraus resultierenden Rating-Migrationen höherrangiger Tranchen (z. B. AAA-Tranchen) analysieren („Wasserfall-Ansatz“, „Contagion-Problem“). Zu prüfen wäre, inwieweit Rating-Agenturen oder Emittenten Informationen darüber bereitstellen könnten, wie sich die Ratings bestimmter Verbriefungsklassen bei Realisation verschiedener Szenarien entwickeln würden.

- Auch für Verbriefungen sollte das Prinzip gelten, dass die Institute nicht allein einer externen Risikoeinstufung vertrauen dürfen, sondern sich in die Lage versetzen müssen, für jede „Investition“ eine eigenständige, von Rating-Agenturen unabhängige Beurteilung der involvierten Risiken vor der Investitionsentscheidung zu treffen.
- Eine alleinige Steuerung von Verbriefungsportfolios im Anlagebuch über Rating-Verfahren ist nicht ausreichend. Zusätzlich müssen die Marktrisiken im Anlagebuch gesteuert werden.
- Die internen „Day-to-day-Modelle“ sollten durch portfoliospezifische Stress-Test-Modelle für Kredit- und Marktrisiken der Verbriefungsportfolios ergänzt werden.

2.2. Liquiditätsrisikobewertung und -management der Banken

Sachstand

Bis 2006 war der Bereich des Liquiditätsrisikos auf EU-Ebene vollkommen unreguliert. Die Regelung wurde den Mitgliedstaaten überlassen. Diese haben nationale Vorschriften erlassen, die zum Teil deutlich divergieren. In Deutschland wurde das Liquiditätsrisiko lange Zeit durch den Grundsatz II geregelt, der im Wesentlichen eine Gegenüberstellung von Zahlungsverpflichtungen und Zahlungsmitteln (Maturity-Mismatch-Verfahren) beinhaltet. Der Grundsatz II wurde Ende 2006 in die Liquiditätsverordnung (LiqV) überführt, die bei dieser Gelegenheit um eine Öffnungsklausel ergänzt wurde. Diese Öffnungsklausel ermöglicht die aufsichtliche Anerkennung der internen Liquiditätsrisikomanagementsysteme und die Befreiung von dem in der LiqV enthaltenen Maturity-Mismatch-Verfahren.

Mit der Mitte 2006 veröffentlichten Basel-II-Richtlinie wurden im Rahmen der Säule II erstmals auch auf EU-Ebene Vorgaben für den Umgang mit Liquiditätsrisiken gemacht. Gemäß Art. 123 i. V. m. Anhang V Nr. 14 und 15 der Bankenrichtlinie müssen die Banken institutsinterne Vorschriften und Verfahren für die laufende und zukunftsorientierte Messung und Steuerung der Nettofinanzierungspositionen und des Nettofinanzierungsbedarfs einführen. Daneben sind Alternativszenarien durchzuspielen, die getroffenen Annahmen regelmäßig zu überprüfen sowie Notfallplanungen einzuführen. Die Vorgaben wurden in Deutschland mit den bereits Ende 2005 veröffentlichten Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) umgesetzt. Diese verlangen von den Instituten neben der jederzeitigen Erfüllung ihrer Zahlungsverpflichtungen eine zukunftsorientierte Liquiditätsübersicht, die Planung von Maßnahmen im Falle eines Liquiditätsengpasses, die Durchführung von Szenarioanalysen sowie ein angemessenes Reporting gegenüber der Geschäftsleitung (MaRisk, Teil BTR 3). Damit gehen die MaRisk deutlich über die Anforderungen der Liquiditätsverordnung beziehungsweise des alten Grundsatzes II hinaus.

Die Europäische Kommission hat im Frühjahr 2007 an das Committee of European Banking Supervisors (CEBS) einen Call for Advice zum Thema Liquiditätsrisiko gerichtet. Der erste Teil des Call wurde von CEBS bereits im Herbst 2007 beantwortet und führte zu dem Ergebnis, dass die nationalen Liquiditätsvorschriften innerhalb der EU erheblich divergieren. Der zweite Teil des Call soll bis Mitte 2008 beantwortet werden und insbesondere auf folgende Detailspekte eingehen:

- Rolle und Behandlung von Sicherheiten;
- Abgrenzung zwischen „liquidity funding risk“ und „liquidity market risk“;
- Nutzung von internen Modellen/Systemen zur Liquiditätssteuerung;
- „Impact of Payment“ und Settlement Systems.

Derzeit ist noch unklar, ob CEBS über die Beantwortung des Call for Advice der Kommission hinaus auch Arbeiten zu High Level Principles zum Liquiditätsrisiko aufnehmen wird. Parallel diskutiert derzeit der Baseler Ausschuss über eine Überarbeitung der Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Groups. Ferner wird sich der ECOFIN in seiner Frühjahrssitzung 2008 erneut mit dem Thema befassen.

Position des Bankenverbandes

Dem Liquiditätsrisikomanagement muss auf internationaler Ebene mehr Bedeutung geschenkt werden. Die neu in die deutsche LiqV eingeführte Öffnungsklausel stellt einen wichtigen Schritt in Richtung prinzipienbasierter Aufsicht dar und wird zu einer Verbesserung des Managements von Liquiditätsrisiken führen. Dies gilt unmittelbar für die Institute, die von der Öffnungsklausel Gebrauch machen werden. Die Intensivierung des Austausches zwischen Aufsicht und diesen Instituten wird sich aber auch über die Überprüfung der Einhaltung der MaRisk-Vorschriften positiv auf die übrigen Banken auswirken. Gegenüber den anderen EU-Aufsichtsbehörden ist daher darauf hinzuwirken, dass die deutschen Liquiditätsvorschriften auch künftig im Rahmen bereits bestehender Global Concessions Anerkennung finden und dass die Auslandsniederlassungen deutscher Banken von der Einhaltung der ausländischen Liquiditätsvorschriften befreit werden.

Grundsätzlich ist eine Fortsetzung der mit der Basel-II-Richtlinie begonnenen Harmonisierung der Liquiditätsvorschriften innerhalb der EU zu begrüßen. Derartige Arbeiten müssen sich jedoch in einem realistischen Rahmen bewegen. Angesichts der erheblichen Unterschiede in den nationalen Liquiditätsvorschriften, welche die Antwort von CEBS an die Europäische Kommission offenbart hat, ist eine Harmonisierung der Liquiditätsvorschriften im Rahmen der für 2008 geplanten Richtlinie zur Änderung der Bankenrichtlinie kein gangbarer Weg. Zunächst sollte auf der Grundlage des zweiten Teils der CEBS-Antwort auf den Call for Advice der EU-Kommission der Austausch zwischen den Aufsichtsbehörden hinsichtlich verschiedener Möglichkeiten eines angemessenen Umgangs mit

Liquiditätsrisiken intensiviert werden. Das Ziel sollte sein, ein gemeinsames Verständnis zu entwickeln und „good practices“ zu identifizieren.

Aus Sicht der privaten Banken müssen die Vorgaben an das Management von Liquiditätsrisiken folgenden Anforderungen genügen:

- Anzustreben ist ein Gleichklang zwischen intern verwendeten Modellen und Systemen des Liquiditätsrisikomanagements sowie den aufsichtlichen Anforderungen. Dies schließt eine weitgehend prinzipienbasierte Regulierung und eine Abkehr von umfassenden Detailvorschriften ein.
- Es ist anzuerkennen, dass gerade in grenzüberschreitend tätigen Bankgruppen das Liquiditätsrisiko überwiegend auf Gruppenebene gesteuert wird. Entsprechende Regelwerke müssen daher auch Gruppensysteme gelten lassen; Home und Host Supervisor müssen bei der Überprüfung des Liquiditätsrisikomanagements daher auch eng zusammenarbeiten.
- Der Schwerpunkt der aufsichtlichen Regelungen sollte nicht quantitativer Natur sein (maturity mismatch approach, stock approach), sondern auf qualitativen Elementen liegen und die Prozesse und Systeme des Risikomanagements in das Zentrum der Betrachtung rücken.
- Eine Eigenkapitalunterlegung von Liquiditätsrisiken ist nicht zweckmäßig und daher nachdrücklich abzulehnen.

2.3. Eigenkapitalanforderungen für Liquiditätsfazilitäten an Zweckgesellschaften

Sachstand

Mit der verpflichtenden Anwendung der Regeln der Solvabilitätsverordnung (SolvV) ab dem 1. Januar 2008 werden sich generell die Eigenmittelanforderungen für Verbriefungs-exposures erhöhen. Liquiditätsfazilitäten für Asset-Backed-Commercial-Paper-Programme gelten dann als Verbriefungspositionen und müssen somit entsprechend den Regeln des Verbriefungskapitels der SolvV unterlegt werden.

Für die gegenwärtig marktüblichen Liquiditätsfazilitäten muss in der Regel nach der SolvV der volle Nominalbetrag (Konversionsfaktor 100 %) bei der Berechnung der Eigenmittelanforderungen berücksichtigt werden. Allerdings sind für „qualifizierte“ und jederzeit fristlos und unbedingt kündbare Liquiditätsfazilitäten auch nach der SolvV keine Eigenmittel vorzuhalten (Konversionsfaktor 0 %). Von dieser Regelung werden aber nur wenige Institute profitieren, da zum einen die Kriterien zur Einstufung als „qualifizierte“ Fazilitäten schwierig zu erfüllen sind und zum anderen große Institute für ihre Liquiditätsfazilitäten das interne Einstufungsverfahren (Internal Assessment Approach, IAA) anwenden, bei denen der gesamte Nominalbetrag der Liquiditätsfazilitäten zu unterlegen ist.

Das anzuwendende Risikogewicht bestimmt sich nach dem externen Rating der Verbriefungspapiere, sofern vorhanden, oder nach der Art der Forderungen im Portfolio der Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV). Das Risikogewicht kann Werte zwischen 7 % und 1250 % (Kapitalabzug) annehmen.

Nach den Regeln von Basel II und der SolvV steigen die Eigenmittelanforderungen für Liquiditätsfazilitäten erheblich an. Zudem müssen die Kreditinstitute umfangreiche Angaben zu ihren Verbriefungspositionen und somit auch zu den gestellten Liquiditätsfazilitäten in den Meldebögen zur SolvV tätigen.

Position des Bankenverbandes

Die deutschen privaten Banken sehen hinsichtlich der Eigenkapitalanforderungen keinen Handlungsbedarf. Die Eigenmittelanforderungen nach der SolvV und für Liquiditätsfazilitäten gegenüber Verbriefungsstrukturen gemäß Basel II sind im Gegensatz zu dem früheren Modell angemessen und risikoadäquat. Über die Meldebögen zur SolvV erhält die Aufsicht künftig Informationen über die von den Instituten bereitgestellten Liquidi-

tätsfazilitäten. Dennoch könnte geprüft werden, ob nicht auch jederzeit kündbare „qualifizierte“ Liquiditätsfazilitäten mit Eigenkapital zu unterlegen sind. Kreditinstitute, die wirtschaftlich eng mit SPVs oder SIVs verbunden sind, werden vermutlich die Kreditlinien im Krisenfall nicht kündigen, obwohl es möglich wäre.

Eine Überarbeitung des Basel-II-Regelwerkes oder eine pauschale Erhöhung des geforderten Solvabilitätskoeffizienten von derzeit 8 % sind zum gegenwärtigen Zeitpunkt abzulehnen. Unklar ist insbesondere, ob eine Erhöhung des Solvabilitätskoeffizienten die jüngsten Finanzmarkturbulenzen verhindert hätte. Bisher liegen keine Kenntnisse darüber vor, wie Basel II tatsächlich wirkt und welche Eigenkapitalquoten die Banken nach Basel II haben werden. Die im Vorfeld durchgeführten Quantitative Impact Studies (QIS) konnten nur einen ersten Eindruck liefern, da verschiedene Regelungen erst kurz vor der Finalisierung des Regelwerks aufgenommen wurden. Die Angemessenheit von Basel II muss zuerst in der Praxis erprobt werden, bevor Diskussionen über mögliche Änderungen an dem Regelwerk beginnen können.

Unter Basel II hätten die Finanzmarkturbulenzen der vergangenen Monate vermutlich nicht das beobachtete Ausmaß angenommen. Daher sollte die weltweite und konsistente Umsetzung dieses Regelwerks zügig weiter vorangetrieben werden. Insbesondere sollten die USA den nunmehr festgelegten Zeitplan zur Implementierung von Basel II einhalten. Danach dürfen frühestens ab dem 1. April 2009 alle „core banks“ und „opt-in banks“ ihre Eigenmittelanforderungen nach den neuen Regelungen ermitteln; spätestens ab dem 1. April 2011 müssen alle „core banks“ dieses tun. Eine einheitliche Anwendung von Basel II würde ferner zu einer weiteren Harmonisierung der Bankenaufsicht beitragen.

- Anders als die bisherigen Regelungen sieht Basel II eine Kapitalunterlegung für Liquiditätsfazilitäten gegenüber Asset-Backed-Security-Programmen vor. Die Angemessenheit der neuen Regelungen sollte zunächst in der Praxis überprüft werden, bevor über Modifikationen von Basel II diskutiert wird. Die überwiegende Mehrheit der europäischen Kreditinstitute wendet die Basel-II-Verfahren erst seit Beginn 2008 an.
- Die zweite Baseler Säule bietet einen geeigneten Rahmen für eine adäquate Risikomessung und -steuerung von außerbilanziellen Geschäften. Im Internal Capital Adequacy Assessment Process (ICAAP) wird geprüft, ob die Kapitalausstattung des Instituts angemessen zu der Gesamtheit seiner wesentlichen Risiken ist.

- Die neuen Baseler Eigenkapitalanforderungen sollten weltweit schnell und einheitlich umgesetzt werden.
- Eine pauschale Erhöhung des geforderten Solvabilitätskoeffizienten ist generell abzulehnen und sollte keinesfalls im nationalen Alleingang vorgenommen werden.

2.4. Konzentrationsrisiken im weiteren Sinne

Sachstand

Im Zuge der aktuellen Geschehnisse bei deutschen Kreditinstituten wird eine aufsichtsrechtliche Diskussion zur Angemessenheit der jetzigen Großkreditregelung geführt. Bei verschiedenen Instituten wurden – im Rahmen sogenannter Asset-Backed-Commercial-Paper-Programme – Fonds, die Verbriefungsportfolios verwalten, Liquiditätslinien zur Verfügung gestellt, die sich auf ein Vielfaches ihrer haftenden Eigenmittel beliefen. Die Großkreditregelung sieht jedoch vor, dass Institute maximal Kredite in Höhe von 25 % ihrer aufsichtlichen Eigenkapitalausstattung an einen Kreditnehmer beziehungsweise an eine Kreditnehmereinheit ausreichen dürfen. Es stellt sich daher die Frage, wie derart hohe Risiken im Verhältnis zum Eigenkapital eingegangen werden konnten, ohne gegen die Großkreditregelung zu verstoßen. Die Antwort ergibt sich aus der aufsichtlichen Definition der Kreditnehmereinheit:

Eine Kreditnehmereinheit liegt nach Art. 4 Nr. 45 der Bankenrichtlinie beziehungsweise § 19 Nr. 2 KWG vor, wenn zwei oder mehrere juristische Personen im Hinblick auf den Kredit insofern eine Einheit bilden, als a) eine von ihnen zu einer direkten oder indirekten Kontrolle über die andere befugt ist, oder b) zwischen ihnen Abhängigkeiten bestehen, die es wahrscheinlich werden lassen, dass, wenn einer dieser Kunden in finanzielle Schwierigkeiten gerät, andere oder alle anderen ebenfalls auf Rückzahlungsschwierigkeiten stoßen.

Sowohl das Kontrollkriterium nach a) als auch das Kriterium der gegenseitigen Verbundenheit nach b) finden aber in den gängigen Strukturen von Asset-Backed-Commercial-Paper-Programmen keine Anwendung. In der Regel verwaltet ein in der US-Rechtsform des Trustee geführter Fonds mehrere in Rechtsform des Trust geführte Einheiten (Conduits), die Verbriefungstransaktionen als Aktiva halten. Zwischen Trustees und Trusts liegt aber keine rechtliche Abhängigkeit vor, so dass nach dem Kontrollkriterium keine Zusammenfassung zu einer Kreditnehmereinheit erfolgen muss. Die Trusts investieren außerdem in regional und sektoral völlig unabhängige Produkte wie zum Beispiel Autokredite aus Deutschland oder Immobilienkredite aus den USA. Somit bestehen zwischen ihnen auch keine Abhängigkeiten, die es wahrscheinlich werden lassen, dass, wenn bei den Aktiva eines Trusts keine Rückzahlung erfolgt, der andere Trust auch ausfällt. In einigen Fällen wurden die Liquiditätslinien nicht dem übergeordneten Fonds zur Verfügung gestellt, sondern den einzelnen darunter gefassten Conduits. Daher mussten diese Linien auch nicht zu einem Großkredit zusammengefasst werden und konnten sich in ihrer Summe auf ein Vielfaches der Eigenmittel belaufen.

Im Zuge der aktuellen Überarbeitung der europäischen Großkreditregelung wird nun erörtert, ob man eine Anpassung der Kreditnehmereinheitendefinition vornehmen sollte, um ein derartiges Geschäftsgebaren in Zukunft zu unterbinden. Hierbei werden zwei Aspekte diskutiert:

1. Einbeziehung des „Risikos aus wichtigen gemeinsamen Refinanzierungsquellen“;
2. weite Interpretation des Kriteriums der wechselseitigen Abhängigkeit.

Ad 1: Eine mögliche Sichtweise auf die Geschehnisse ist die Folgende: Die Zahlungsschwierigkeiten bei Banken ergaben sich nicht aus einer Rückzahlungsunfähigkeit aller Aktiva der Fonds, sondern daraus, dass Programme durch die Ausgabe von kurzfristigen Commercial Papers refinanziert waren. Da Investoren fürchteten, dass von den Fonds schlechte Aktiva aus dem US-Subprime-Segment verwaltet wurden, konnten die Papiere zur Refinanzierung der Fonds nicht mehr am Markt verkauft werden. Wie die Aktiva der Fonds wesentlich langfristiger waren als die Papiere zur Refinanzierung, mussten die betroffenen Banken den Fonds auch die zugesagten Liquiditätshilfen zur Verfügung stellen.

Daraus lässt sich schließen, dass das verbindende Element zwischen den einzelnen Conduits nicht die Aktivseite darstellt, sondern die Passivseite, das heißt in diesen Fällen das gemeinsame Refinanzierungsmittel „kurzfristige Commercial Paper“. Deshalb wird in Europa derzeit der Vorschlag diskutiert, „das Risiko aus wichtigen gemeinsamen Refinanzierungsquellen“ als Kriterium für die Zusammenfassung zu Kreditnehmereinheiten aufzunehmen.

Ad 2: Das Kriterium der wechselseitigen Abhängigkeit wird in weiten Teilen Europas dahingehend interpretiert, dass eine gegenseitige Abhängigkeit vorliegen muss; das heißt, Zahlungsschwierigkeiten des Kunden A führen beim Kunden B zu Problemen et vice versa. Eine Pflicht zur Zusammenfassung von A und B liegt aber nicht vor, wenn nur Zahlungsschwierigkeiten bei A zu Problemen bei B führen. Diese Interpretation stellt sicher, dass regionale oder sektorale Zusammenhänge wie zum Beispiel Automobilhersteller und lokale Zuliefererindustrie nicht durch die Großkreditregelung erfasst werden. Im europäischen Kontext wird derzeit darüber verhandelt, diese Interpretation aufzuheben und auch einseitige Abhängigkeitsbeziehungen unter das Kriterium der wechselseitigen Abhängigkeit zu subsumieren.

Position des Bankenverbandes

Der Bankenverband teilt die Einschätzung, dass Aufsehnern ein geeignetes Instrumentarium an die Hand gegeben werden muss, um Risikokonzentrationen in Instituten angemessen zu begegnen. Im Zuge der Neufassung der Baseler Eigenkapitaleinkunft wurde neben der Eigenkapitalunterlegung von Kredit-, Markt- und operationellen Risiken die sogenannte Säule II geschaffen, die es Instituten auferlegt, alle Risiken angemessen zu behandeln und mit Eigenkapital zu unterlegen. Die Angemessenheit der internen Kontrollen und Verfahren wird dann im Rahmen des aufsichtlichen Überprüfungsprozesses gemeinsam von Institut und Aufsicht bewertet. Wir sind der Auffassung, dass die Säule II ein ausreichend geeignetes Instrument darstellt, um Risikokonzentrationen – wie oben ausgeführt – zu begrenzen. Daher sollte das Kriterium des Risikos aus gemeinsamen großen Refinanzierungsquellen als eigene Risikokategorie in den Regelungskatalog der Säule II aufgenommen werden (Anhang V der Bankenrichtlinie).

Eine Aufnahme dieses Kriteriums in die Kreditnehmereinheitendefinition der Großkreditregelung erachten wir hingegen für grundlegend falsch: Zum einen könnte der Normzweck durch die Schaffung immer neuer Refinanzierungsinstrumente umgangen werden, so dass keine Zusammenfassung nach der Kreditnehmereinheitendefinition erfolgen müsste. Zum anderen ergibt sich bei der Zusammenfassung das Problem der Abgrenzung. Denn eine bedeutende gemeinsame Refinanzierungsquelle könnten auch Kredite von anderen lokal ansässigen Instituten darstellen. Kunden müssten nach dieser Definition nur deshalb zusammengefasst werden, weil sie auch intensive Kreditbeziehungen mit einem anderen Kreditinstitut unterhalten. Eine solche Zusammenfassungspflicht ist zum einen nicht von aufsichtlichem Interesse, und zum anderen würde diese die Kreditvergabemöglichkeiten insbesondere kleinerer Institute erheblich beschränken.

Ähnliche Konsequenzen hätte eine engere Auslegung des Kriteriums der wechselseitigen Abhängigkeit. Auch hier müssten größere Kreditnehmereinheiten gebildet werden, die möglicherweise die Kreditvergabemöglichkeiten von Instituten einschränken können, ohne dass eine aufsichtliche Notwendigkeit besteht. Das Großkreditregime verfolgt vielmehr die Absicht idiosynkratische – und nicht systemische – Risiken von Einzeladressen zu begrenzen, wohingegen im Rahmen der Säule II Institute branchenspezifische oder regionale Konzentrationsrisiken adressieren sollen. Eine engere Auslegung hätte aber zur Folge, dass branchenspezifische und regionale Verknüpfungen gemäß des Kriteriums der wechselseitigen Abhängigkeit zusammen zu fassen sind. Damit würde aufsichtlich unangemessen in interne Risikosteuerungspraktiken eingegriffen werden. Daher regen wir an, keine Änderung am bisherigen Status quo vorzunehmen.

- Risikokonzentrationen, die sich aus der Finanzierung durch gleiche Refinanzierungsinstrumente ergeben, müssen im Rahmen des Liquiditätsmanagements gesteuert werden.
- Sie sollten daher aufsichtsrechtlich unter der Säule II betrachtet werden.
- Die Großkreditregelung stellt kein geeignetes regulatorisches Instrument dar, um diese Risiken zu kontrollieren.

2.5. Anreizstrukturen am Kreditmarkt

Sachstand

Die Anreizstrukturen am Markt für Verbriefungen („originate and distribute“) werden vielfach in Frage gestellt. Ansatzpunkt ist dabei der Tatbestand, dass für die meisten der Beteiligten durch die Verbriefung keine direkte Beziehung zwischen originärem Risiko und der eigenen Position besteht. Dies wird als eine der wesentlichen Ursachen für die Krise am US-Subprime-Markt gesehen.

Die in diesem Zusammenhang unterbreiteten Vorschläge laufen darauf hinaus, den Teilnehmern am Strukturierungsprozess einen Teil der Risiken zu übertragen. Im Zentrum der Diskussion steht die Behandlung des „first loss piece“, in dem ein Großteil der Ausfallrisiken der verbrieften Portfolios gebündelt ist und dessen Besitzer als erster Verluste aus Kreditausfällen zu tragen hat.

Position des Bankenverbandes

Die Übertreibungen am Markt für Subprime-Kredite in den USA haben auch mit den Anreizstrukturen am Markt für Verbriefungen zu tun. Denn die Möglichkeit, Kredite weiterzureichen, kann theoretisch dazu führen, dass bei der Kreditvergabe oder dem Erwerb von Darlehen zum Zweck der Weiterleitung an den Kapitalmarkt keine unter Risikoaspekten ausreichenden Standards eingehalten werden. Jedoch sind diese potenziellen Fehlanreize nicht die wesentliche Ursache für die massive Ausweitung von Darlehen an Kreditnehmer mit schlechter beziehungsweise zweifelhafter Bonität.

Für solche Fehlentwicklungen in großem Stil bedarf es zusätzlicher, gewichtiger Einflussfaktoren. Hier sind insbesondere drei zu nennen: der ununterbrochene Anstieg der Immobilienpreise in den USA zwischen 1997 und 2006 (um insgesamt 134 %), die mangelnde Regulierung der Vergabe von Hypothekenkrediten in den USA und die außerordentlich hohe Liquidität an den Finanzmärkten, hauptsächlich bedingt durch eine großzügige Geldpolitik in vielen Industrieländern sowie den starken Anstieg von Währungsreserven in Schwellen- und Rohstoffexportländern, welche an den Finanzmärkten der Industrieländer platziert wurden und einen massiven Druck auf die Renditen verursachten.

Deshalb sind die Finanzmarkturbulenzen kein Grund, die Verbriefung prinzipiell in Frage zu stellen oder ihre Verbreitung einzuschränken. Außerdem dürfen die positiven Effekte der Strukturierung, – das heißt die Risikostreuung zwischen den Finanzmarktakteuren, die Verbesserung der Effizienz der Kapitalallokation und die Ausweitung der Kreditvergabe-kapazitäten von Banken – nicht übersehen werden. Überzogene regulatorische Maßnahmen mit dem Ziel der Eindämmung von Fehlanreizen durch die Verbriefung beeinträchtigen die Effizienz der Finanzmärkte. Erfolgversprechender ist es, sich auf die wesentlichen Ursachen zu konzentrieren und auf Entwicklungen, deren Ursprünge nicht in der Nutzung verschiedener Marktsegmente, sondern hauptsächlich in regulatorischer Arbitrage zu sehen sind.

Dem letztgenannten Aspekt wird durch die Einbeziehung von außerbilanziellen Vehikeln unter die Eigenkapitalanforderungen nach der Umsetzung von Basel II schon Rechnung getragen. Die Ansammlung von ABS in Conduits und SIVs, die wesentlich zum exzessiven Wachstum des Marktes für strukturierte Finanzierungen beigetragen hatte, wird hierdurch nämlich weitgehend unattraktiv.

Derzeit durchlaufen die Marktteilnehmer einen Lernprozess, der am Ende zu besseren Strukturen und wahrscheinlich zu einfacheren Produkten führen wird. Auch vor diesem Hintergrund ist ein massives Eingreifen des „Originate-and-distribute“-Modells nicht sinnvoll. Dies gilt auch für den Vorschlag, dass die Banken das „first loss piece“ behalten sollten. Dadurch würde der Risikotransfer über Verbriefungen weitgehend unterbunden. Der durch die Strukturierung gewonnene Effizienzvorteil ginge größtenteils verloren.

- Die Übertreibungen am Markt für Subprime-Kredite sind nicht hauptsächlich durch falsche Anreizstrukturen am Markt für Verbriefungen entstanden (massive Ausweitung von Darlehen an Kreditnehmer mit zweifelhafter Bonität, außerordentlich hohe Liquidität an den Finanzmärkten).
- Außerdem dürfen die positiven Effekte der Strukturierung (Risikostreuung, Verbesserung der Effizienz der Kapitalallokation, Ausweitung der Kreditvergabe-kapazitäten von Banken) nicht durch überzogene regulatorische Maßnahmen beschädigt werden.
- Man sollte sich auf die wesentlichen Ursachen konzentrieren und auf Entwicklungen, deren Ursprünge vor allem in regulatorischer Arbitrage zu sehen sind. Diesem Aspekt wird durch die Einbeziehung von außerbilanziellen Vehikeln unter die Eigenkapitalanforderungen nach Basel II Rechnung getragen. Demgegenüber würde mit der Verpflichtung der Banken, das „first loss piece“ behalten zu müssen, der Risikotransfer über Verbriefungen größtenteils unterbunden.

2.6. Risikomanagement von Zweckgesellschaften und institutionellen Anlegern

SPVs oder SIVs sind in der Regel rechtliche Hüllen ohne eigenen Verwaltungsapparat. Daher sollten die von den SPVs oder SIVs gehaltenen Assets im internen Risikomanagement des „betreibenden“ Kreditinstituts berücksichtigt werden.

Die Banken kontrollieren ihre mit Engagements bei institutionellen Anlegern verbundenen Risiken, indem sie ein sehr aufwändiges Risikomanagement betreiben. So sind nicht nur die Kredite der Banken an Hedge-Fonds in aller Regel besichert, sondern die Banken verlangen die Offenlegung einer Vielzahl von Informationen, die es ihnen ermöglichen, die eingegangenen Risiken zu bewerten. Dazu zählen Angaben zur Anlagestrategie, zum verwalteten Vermögen, zum Risikoprofil und zum Management des Fonds. Gewöhnlich verlangen die Banken stets auch aktuelle Informationen über die Risikobewertung. Somit verfügen die kreditgebenden Banken über ein umfassendes und zeitnahes Bild ihres Engagements. Die Risiken, die mit einer Kreditvergabe an einen Hedge-Fonds oder an andere institutionelle Anleger verbunden sind, werden von den Banken demnach in angemessener Weise berücksichtigt.

3. Offenlegung und Offenlegungsanforderungen an die Banken

3.1. Offenlegung von Verbriefungspositionen nach der neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung

Sachstand

Eine zentrale Beobachtung im Zuge der Finanzmarkturbulenzen war die Unübersichtlichkeit von öffentlich verfügbaren Informationen über Verbriefungstransaktionen und die aus diesem Geschäftsfeld resultierenden Risiken von Banken.

Position des Bankenverbandes

Eine wesentliche Informationsquelle über Geschäftsaktivitäten von Kreditinstituten sind die Jahresberichte, die von großen, am Kapitalmarkt notierten Banken auf der Grundlage der Internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) erstellt werden. Die IFRS verlangen jedoch keine separate Darstellung der Verbriefungsaktivitäten und der dadurch eingegangenen Risiken. Lediglich in diesem Zusammenhang vergebene Liquiditätslinien und Garantien müssen separat offengelegt werden. Daher kommt man insgesamt im Lichte der aktuellen Ereignisse zu dem Schluss, dass die nach IFRS verfügbaren Informationen als nicht ausreichend zu bewerten sind.

Dieser Schlussfolgerung wurde bei den Vereinbarungen zu Basel II bereits Rechnung getragen. Denn neben umfassenden Eigenkapitalerfordernissen wurden im Rahmen der sogenannten dritten Baseler Säule ausführliche Offenlegungsanforderungen zu Verbriefungen definiert. Institute, die schon seit 2007 ihre Eigenkapitalberechnung auf der Basis eines der Baseler Ansätze durchführen, werden erstmals zum Ende des ersten Quartals 2008 nach diesen Regeln Informationen veröffentlichen. Alle Banken, die danach ihre Basel-Zulassung erhalten haben, müssen die Offenlegungspflicht erst zum Ende des ersten Quartals 2009 erfüllen. Da die Mehrzahl der international operierenden europäischen Institute diesen Ansatz verfolgt, wurden bis dato in diesem Kontext keine hinreichenden Informationen zu den Verbriefungsaktivitäten zur Verfügung gestellt. Die EU-Bankenrichtlinie, welche die Baseler Offenlegungsanforderungen in europäisches Recht umgesetzt hat, beinhaltet umfassende qualitative und quantitative Offenlegungsanforderungen. Institute müssen etwa eine ausführliche Beschreibung ihrer Ziele und Rollen im Verbriefungsbereich vorlegen und die Höhe der mit aufsichtlichem Eigenkapital zu unterlegenden Verbriefungsgeschäfte, unterteilt nach verschiedenen Risikoklassen, veröffentlichen.

Da die Offenlegung nach Säule III ein völlig neues Instrument darstellt, zu dessen Wirkungsweise es noch keine Erfahrungen gibt, ist zum jetzigen Zeitpunkt schwierig, zu beurteilen, ob die zukünftig zur Verfügung zu stellenden Informationen ausreichen werden. Die Kernfrage dabei ist, ob Liquiditätskrisen gemildert oder verhindert werden können, wenn Geldmarktteilnehmer über die zusätzlich bereitgestellten Informationen nach Säule III verfügen. Die europäische Finanzindustrie führt daher aktuell eine Umfrage bei wichtigen Akteuren der europäischen Geldmärkte zu dem Thema durch. Damit soll geklärt werden, ob die Informationen nach Säule III für relevant gehalten werden beziehungsweise ob zusätzlicher Informationsbedarf gesehen wird. Aufbauend auf den Ergebnissen der Umfrage, plant die Industrie, einen gemeinsamen europäischen Offenlegungsstandard für Verbriefungen zu erarbeiten.

Zum jetzigen Zeitpunkt kann bereits festgestellt werden: Der aktuelle europäische Richtlinienentwurf zur Offenlegung von Verbriefungen gibt Interpretations- und Definitionsspielräume, so dass eine vergleichbare Offenlegung aller europäischen Institute nicht sichergestellt ist. Die Konkretisierung einiger Anforderungen wäre daher hilfreich und notwendig.

Im Rahmen dieser Diskussion zeigt sich einmal mehr, wie wichtig es ist, Basel II auf allen relevanten Märkten gleichzeitig umzusetzen. Denn Banken nutzen zur Beurteilung der Kreditwürdigkeit anderer Kreditinstitute Rating-Systeme. Die aktuellen Rating-Systeme basieren zu wesentlichen Teilen auf den nach IFRS verfügbaren Informationen. Eine Inkorporation von Säule-III-Inhalten in die Rating-Systeme mag zwar wünschenswert sein, ist aber nur sinnvoll, wenn der gesamte Markt diese Information zur Verfügung stellt. Wesentliche Marktteilnehmer für europäische Institute sind jedoch US-amerikanische Häuser. Diese müssen in den nächsten Jahren keine Information nach Säule III zur Verfügung stellen, da Basel II dort noch nicht in Kraft getreten ist. Daher hätte eine Anpassung der verwendeten Rating-Systeme zum jetzigen Zeitpunkt den aufsichtlich nicht gewollten Nebeneffekt, dass Marktteilnehmer mit verschiedenem Maß gemessen werden. Somit ist zu befürchten, dass die Säule III gegenwärtig noch nicht ihre gesamte erhoffte Wirkung entfalten kann.

- Erstmals seit 2008 müssen Institute gemäß den Anforderungen der dritten Baseler Säule weitreichende Informationen zu Verbriefungen offenlegen. Daher ist die Wirkungsweise dieses neuen aufsichtlichen Instruments nicht klar absehbar.

- Eine Initiative der europäischen Kreditwirtschaft untersucht im Licht der Erfahrungen der letzten Monate die Angemessenheit der zur Verfügung zu stellenden Informationen, um ausreichende Transparenz zu Verbriefungsaktivitäten von Banken sicherzustellen.
- Eine abschließende Bewertung kann erst nach Bekanntgabe der Arbeitsergebnisse der Initiative erfolgen.
- In den laufenden Diskussionsprozessen ist darauf zu achten, dass es nicht zu regulierungsbedingten Wettbewerbsverzerrungen aufgrund der nicht zeitgleichen Umsetzung von Basel II in der EU, Asien und den USA kommt. Offenlegungspflichten auch in Nicht-Basel-II-Jurisdiktionen wären zu begrüßen.

3.2. Offenlegung von statistischen Daten über die Kreditmärkte

Sachstand

Die statistischen Daten über die Kreditmärkte beziehungsweise die Positionen der dort agierenden Marktteilnehmer sind insgesamt relativ begrenzt. Außerdem handelt es sich weitgehend um Daten über Emissionen, nicht über die Emittenten. Sie zeigen damit zwar in gewisser Weise an, in welchem Umfang die Emittenten bestimmte Risiken an den Markt gegeben haben, nicht jedoch, wer sie erworben hat. Generell ist die statistische Erfassung der Erwerberseite schon am Primärmarkt außerordentlich schwierig, und am Sekundärmarkt kaum möglich.

Die Europäische Zentralbank (EZB) beabsichtigt schon seit einiger Zeit, einige Anpassungen der Bankenstatistik vorzunehmen, die zumindest eine Abgrenzung von Forderungen und Verbindlichkeiten der „Monetary Financial Institutions“ (MFIs) gegenüber „Other Financial Institutions“ (OFIs) ermöglicht. Dahinter stehen vorrangig geldpolitische Überlegungen; die Daten lassen aber auch Rückschlüsse mit Blick auf die Finanzmarktstabilität zu. Diese Änderungen an der Statistik werden nicht vor Ende 2009 eingeführt werden. Allerdings nehmen hierdurch die Erfassungslücken nur unwesentlich ab.

Position des Bankenverbandes

Prinzipiell sind Bemühungen um eine Verbesserung der Transparenz an den Kreditmärkten zu begrüßen; denn dies wirkt zum einen als Puffer gegen mögliche Fehlentwicklungen und fördert zum anderen die Effizienz des Marktes.

Auf der anderen Seite muss bedacht werden, dass solche Erhebungen mit einem großen personellen und finanziellen Aufwand für die berichtenden Institute verbunden sind. Deshalb sollte stets überlegt werden, ob Nutzen und Kosten in einer vernünftigen Relation stehen.

Zu bedenken ist ferner, dass die Kreditmärkte internationale Märkte sind. Die Ergebnisse statistischer Erhebungen lassen nur dann vernünftige Schlussfolgerungen zu, wenn ein weiter Kreis von Meldepflichtigen besteht. So kann beispielsweise die EZB nur Ansässige im Euro-Währungsgebiet zur Abgabe von statistischen Meldungen verpflichten. Das erfordert ein gemeinsames Vorgehen von Statistikbehörden aus verschiedenen Ländern, die vergleichbare Erhebungsmethoden und einheitliche Analyseverfahren anwenden. Abzulehnen wären auch Versuche, von Banken Daten über das Verhalten ihrer Geschäftspartner zu erfragen.

- Prinzipiell sind Bemühungen um eine Verbesserung der Transparenz an den Kreditmärkten zu begrüßen.
- Dabei sollte jedoch stets überlegt werden, ob Nutzen und Kosten in einer vernünftigen Relation stehen.
- Dies gilt umso mehr, als international vergleichbare Daten erhoben werden müssen. Das erfordert ein gemeinsames Vorgehen von Statistikbehörden aus verschiedenen Ländern sowie vergleichbare Erhebungsmethoden und einheitliche Analyseverfahren.

3.3. Offenlegung der Emittenten

3.3.1. Transparenz bei Emission

Vielfach besteht ein Interesse der Investoren an einem Börsen-Listing zumindest einer Tranche einer Collateralized Debt Obligation (CDO). Dann ist auch ein Prospekt nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG) zu erstellen. Der Prospekt hat den Grundsatz der Prospektrichtigkeit, -verständlichkeit und -vollständigkeit zu beachten. Alle für Investoren wesentlichen Informationen über das Produkt sind damit zum Zeitpunkt der Notierungsaufnahme dem Prospekt zu entnehmen. Bei Commercial Papers besteht hingegen keine Prospektspflicht.

In der Regel wird den Investoren aber auch in den Fällen, in denen keine Börsennotierung angestrebt wird und damit keine gesetzliche Prospektspflicht besteht, vergleichbares Material zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus enthalten die Rating-Reports entscheidende Informationen über die Zusammensetzung des Portfolios der Emission.

Des Weiteren besteht insbesondere bei nicht börsengehandelten Titeln für Investoren vielfach die Möglichkeit, sich auf bilateraler Basis unter Angabe der für diesen Investor geltenden Risikoparameter Risikoszenarien von dem Emittenten durchrechnen zu lassen, um eine Risikobewertung vornehmen zu können. Bei nicht börsennotierten Titeln sind das Gleichbehandlungsgebot der EU-Transparenzrichtlinie oder ähnliche Börsenregeln nicht einschlägig. Ob dies auch gilt, wenn gleichgeartete Produkte teilweise an der Börse eingeführt werden, teilweise aber außerbörslich gehandelt werden, ist rechtlich bislang nicht geklärt.

3.3.2. Fortlaufende Informationen

Bei verbrieften, börsenzugelassenen Produkten gelten die Ad-hoc-Transparenzpflichten nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) sowie die Zulassungsfolgepflichten nach § 30 ff. WpHG. Darüber hinaus bestehen keine gesetzlichen Pflichten, die Investoren fortlaufend zu informieren.

Allerdings gibt es vielfach auf freiwilliger Basis fortlaufende Informationen. Wenn eine laufende Verwaltung der Vermögenswerte vereinbart wird, ist eine regelmäßige, monatliche oder quartalsweise Berichterstattung über die getroffenen Verwaltungsmaßnahmen üblich, gegebenenfalls auch vertraglich vereinbart. Auch bei statischen Produkten sind

Berichtspflichten des Emittenten – oder entsprechende freiwillige Maßnahmen – nicht unüblich.

Mitunter wird auch vereinbart, dass der Investor Verwaltungsrechte hat, zum Beispiel den Austausch einzelner Vermögenswerte verlangen kann. In diesen Fällen sind Informationen über die Vermögenswerte für den Investor schlicht unverzichtbar und werden auch gewährt.

3.3.3. Information gegenüber Rating-Agenturen

Es ist zu beobachten, dass Rating-Agenturen vereinzelt Informationen erhalten, die über jene hinausgehen, die den Investoren zur Verfügung stehen. Hierbei handelt es sich um solche Informationen, die notwendig sind, um das Rating-Modell der Agentur in Anwendung bringen zu können. Die Informationsasymmetrie hat also zwingende Gründe und kann nicht ohne Weiteres negativ bewertet werden. Insbesondere liegt kein Verstoß gegen das Gleichheitsgebot der EU-Transparenzrichtlinie vor, da diese wiederum nur börsenzugelassene Wertpapiere betrifft und eine Gleichbehandlung nur allen Schuldnern „gleichrangiger Titel“ geschuldet ist.

3.3.4. Fortentwicklung der Marktpraxis

Derzeit bestehen Überlegungen, die unter 3.3.2 geschilderte Marktpraxis zum Gegenstand eines freiwilligen Verhaltenskodexes zu machen. Dieser Ansatz verdient Unterstützung. Hinderungsgründe, wie sie teilweise aus dem Prospekt- und Marktmissbrauchsrecht hergeleitet werden, dürften nach Auffassung des Bankenverbandes grundsätzlich nicht bestehen.

Das Prospektrecht findet bei den üblicherweise nicht börsennotierten und nicht öffentlich angebotenen Titeln keine Anwendung und sieht auch keine Regelungen für fortlaufende Informationen vor. Diese Informationen selbst können nicht ohne Weiteres als öffentliches Angebot gewertet werden, da es an essenziellen Daten wie der Nennung eines Preises oder der Eröffnung der Kauf- oder Zeichnungsmöglichkeit durch einen Anbieter fehlt.

Einwände aus dem Marktmissbrauchsrecht gelten im Grundsatz ebenfalls nicht. Die in Rede stehenden laufenden Informationen sind keine Mitteilungen, die die Anforderungen der

Ad-hoc-Publizität erfüllen wollen oder können. Sollten Insiderinformationen gegeben sein, ist mit Entstehen der Insidertatsache bereits an eine Ad-hoc-Information zu denken. Dies gilt für jeden Emittenten, SPVs sind jedenfalls nach deutschem Recht hiervon nicht ausgenommen.

Zu prüfen ist jedoch, inwieweit auch bei nicht börsennotierten Titeln, für die die Gleichbehandlungsgebote der EU-Transparenzrichtlinie und möglicherweise einschlägiger Börsenregeln nicht gelten, eine Gleichbehandlung der Investoren geboten ist. Ein Gleichbehandlungsgebot ließe sich etwa aus dem Wertpapierhandelsgesetz bei Vertrieb der Emission durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen herleiten. Ähnliches mag nach englischem Recht unter dem Stichwort „treating customers fairly“ gelten.

- Investoren stehen bereits heute grundsätzlich hinreichende Informationen in den Märkten für Collateralized Debt Obligations (CDOs) und Asset-Backed-Commercial-Papers zur Verfügung.
- Die bestehende Marktpraxis hinsichtlich der Bereitstellung der Informationen könnte allerdings fortentwickelt werden, um die Bewertung des von den Emittenten bereitgestellten Informationsmaterials zu erleichtern und damit die Transparenz der Märkte für alle Investoren zu verbessern.
- Insofern kann an die Errichtung eines zentralen Datenportals mit standardisierten Datenfeldern gedacht werden. Hierbei ist eine angemessene Kosten-Nutzen-Relation zu wahren.

4. Bewertungsstandards der Banken im Bereich der Rechnungslegung

4.1. Bewertung von Finanzinstrumenten ohne aktiven Markt

4.1.1. Vorbemerkung

Da für eine Reihe von Finanzinstrumenten derzeit keine liquiden Märkte bestehen, ist für diese Positionen eine Marktbewertung auf der Basis beobachtbarer Marktpreise nicht möglich. In der Öffentlichkeit wird daher insbesondere über die in dieser Situation angemessene Ermittlung von Wertansätzen diskutiert. Die bereits bestehenden Regelungen zur Bewertung von Finanzinstrumenten, insbesondere bei illiquiden oder wenig liquiden Märkten, werden daher im Folgenden näher beleuchtet.

4.1.2. Bilanzierung von Finanzinstrumenten nach IFRS

Ansatz und Kategorisierung von Finanzinstrumenten nach IFRS

Finanzinstrumente werden nach den Regelungen der internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) in Abhängigkeit von dem mit dem Finanzinstrument verfolgten Geschäftszweck auf der Aktivseite in vier verschiedene Kategorien eingeteilt. Die Bewertung der Finanzinstrumente richtet sich dann danach, welcher Kategorie das jeweilige Finanzinstrument zugeordnet wird. Die vier Kategorien von Finanzinstrumenten der Aktivseite lauten wie folgt:

- **Zu Handelszwecken gehalten (held for trading)**
Zu Handelszwecken gehaltene Finanzinstrumente dienen im Regelfall der Gewinnerzielung aus kurzfristigen Schwankungen der Preise oder Händlermargen.
- **Bis zur Endfälligkeit gehaltene Finanzinstrumente (held to maturity)**
Nicht-derivative finanzielle Vermögenswerte mit festen oder bestimmbareren Zahlungen sowie einer festen Laufzeit, die ein Unternehmen bis zur Endfälligkeit halten will und kann.
- **Kredite und Forderungen (loans and receivables)**
Diese umfassen nicht-derivative finanzielle Vermögenswerte mit festen oder bestimmbareren Zahlungen, die nicht auf einem aktiven Markt notiert und nicht zu Handelszwecken bestimmt sind oder als „available for sale“ klassifiziert wurden.

- **Zur Veräußerung verfügbare Finanzinstrumente (available for sale)**

Nicht-derivative finanzielle Vermögenswerte, die zur Veräußerung verfügbar und keiner der anderen Kategorien zugeordnet sind.

Im Rahmen der sogenannten Fair-Value-Option ist es bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen des Weiteren möglich, sämtliche finanzielle Vermögenswerte und Verbindlichkeiten beim erstmaligen Ansatz unwiderruflich erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert (Fair Value) zu bewerten.

Die Zuordnung zu einer der Kategorien oder die Ausübung der Fair-Value-Option muss beim erstmaligen Ansatz des Finanzinstruments erfolgen. Eine Umwidmung zwischen den verschiedenen Kategorien ist nach den Regelungen des IAS 39 entweder gar nicht beziehungsweise in bestimmten Fällen nur sehr eingeschränkt zulässig.

Beim erstmaligen Ansatz ist ein finanzieller Vermögenswert mit dem Fair Value zu bewerten. Die erstmalige Erfassung erfolgt regelmäßig auf Basis des Transaktionspreises (Anschaffungskosten), der dem Fair Value zum Zeitpunkt der Anschaffung entspricht.

Fair-Value-Bewertung von Finanzinstrumenten nach IFRS

Die Finanzinstrumente, die der Kategorie „held for trading“ und der Fair-Value-Option zugeordnet werden, sind im Rahmen der Folgebewertung zum Fair Value anzusetzen. Ergebnisse dieser Fair-Value-Bewertung sind sofort erfolgswirksam in der Gewinn- und Verlustrechnung zu vereinnahmen. Finanzinstrumente der Kategorie „available for sale“ sind ebenfalls zum Fair Value zu bewerten. Bis zum Abgang dieses Finanzinstruments sind die Zeitwertänderungen aus der Bewertung jedoch nicht erfolgswirksam, sondern erfolgsneutral direkt im Eigenkapital zu erfassen.

Die Fair-Value-Bewertung stellt vom Grundsatz her eine Marktwertbewertung beziehungsweise eine marktwertorientierte Bewertung dar. Der Fair Value ist der Betrag, zu dem zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern ein Vermögenswert getauscht oder eine Verbindlichkeit beglichen werden könnte. Zur Bestimmung des Fair Value sehen die IFRS derzeit die folgende Bewertungshierarchie vor:

- **Notierter Preis auf einem aktiven Markt (Mark-to-Market)**

Ein Finanzinstrument gilt als an einem aktiven Markt notiert, wenn notierte Preise an einer Börse, von einem Händler, von einem Broker oder zum Beispiel von einer Aufsichtsbehörde leicht und regelmäßig erhältlich sind und diesen Preisen tatsächliche

und regelmäßig vorgenommene Markttransaktionen zugrunde liegen. Sofern das Handelsvolumen an einem organisierten Markt ausnahmsweise relativ gering ist, ist im Einzelfall zu prüfen, inwieweit tatsächlich noch von einem aktiven Markt ausgegangen werden kann.

- **Anwendung von Bewertungsverfahren bei Fehlen eines aktiven Marktes (Mark-to-Model)**

Falls kein aktiver Markt vorliegt, sind Bewertungsverfahren zur Ermittlung des Fair Value heranzuziehen. Zu den an den Finanzmärkten etablierten Bewertungsverfahren gehören zum Beispiel der Vergleich mit dem aktuellen Fair Value eines anderen, im Wesentlichen identischen oder vollständig identischen Finanzinstruments, die Analyse von diskontierten Cash-Flows und Optionspreismodelle. Ein Bewertungsverfahren hat dabei alle Faktoren zu berücksichtigen, die Marktteilnehmer bei der Preisbestimmung zugrunde legen würden. Es muss darüber hinaus konsistent mit anerkannten ökonomischen Preisfindungsmethoden für Finanzinstrumente sein.

Vor dem Hintergrund der Konvergenzbestrebungen des International Accounting Standards Board (IASB) und des US-amerikanischen Standardsetzers (FASB) und losgelöst von den Finanzmarkturbulenzen hat das IASB ein Projekt zur Fair-Value-Bewertung begonnen. Grundlage ist der dazu bereits bestehende US-GAAP-Standard zur Fair-Value-Bewertung (SFAS 157 Fair Value Measurements). Ziel dieses neuerdings anzuwendenden Standards ist die Schaffung allgemeingültiger Regelungen für Fair-Value-Bewertung und die Konzentration der bisher über verschiedene Standards verteilten Regelungen in einem einzelnen Standard.

Offenlegung von Finanzinstrumenten nach IFRS

Der Standard IFRS 7 regelt die für Finanzinstrumente bestehenden Offenlegungspflichten. Beispielsweise sind bei der Ermittlung des Fair Value mit Hilfe von Bewertungsmodellen die grundlegenden Annahmen darzustellen. Insbesondere ist dabei auch anzugeben, wann eine Bewertungsmethode ganz oder zum Teil nicht auf aktuellen Marktdaten basiert. Eine ausreichende Transparenz der Fair-Value-Ermittlung ist somit sichergestellt.

4.1.3. Positionspapier des Global Public Policy Committee zur Bewertung von Finanzinstrumenten

Die im Global Public Policy Committee (GPPC) zusammengeschlossenen sechs größten, international tätigen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften haben ein gemeinsames Positionspapier mit dem Titel „Determining the fair value of financial instruments under IFRS in current market conditions“ vorgelegt. Ziel dieses Papiers ist es, das Bewusstsein für die bestehenden Anforderungen der IFRS im Hinblick auf die Bestimmung des beizulegenden Zeitwerts (Fair Value) von Finanzinstrumenten und die dazugehörigen Angabepflichten zu stärken. Dabei betont das GPPC, dass mit dem vorliegenden Positionspapier keine neuen Rechnungslegungsvorschriften geschaffen werden sollen. Vielmehr werden die bereits bestehenden Regelungen zur Ermittlung und Offenlegung des Fair Value nach IFRS hervorgehoben, die angesichts der aktuellen Finanzmarkturbulenzen von besonderer Relevanz sind.

In dem vorliegenden Positionspapier wird grundsätzlich darauf hingewiesen, dass die Bewertung von Finanzinstrumenten nach den Regelungen des IAS 39 zu erfolgen habe. Danach sei die Bestimmung des Fair Value zunächst anhand von notierten Preisen auf aktiven Märkten vorzunehmen, auch wenn gegebenenfalls nur wenige Markttransaktionen zu beobachten seien. Die Tatsache, dass beispielsweise ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage bestehe oder dass das Handelsvolumen geringer als in den vorangegangenen Perioden sei, heiße nicht zwangsläufig, dass kein aktiver Markt mehr vorhanden sei. Für die fehlende Aktivität des Marktes spreche vor allem, wenn keine oder nur solche Transaktionen stattfinden, die nachweislich aus erzwungenen Geschäften („forced transactions“), Zwangsliquidationen („involuntary liquidation“) oder Notverkäufen („distressed sales“) resultieren. Dabei müsse anhand der besonderen Umstände des Einzelfalls beurteilt werden, ob diese Kriterien als erfüllt anzusehen sind. Liegt kein aktiver Markt vor, seien gemäß den Regelungen des IAS 39 in einem abgestuften Verfahren Bewertungsmethoden und somit letztlich auch Modellrechnungen für die Ermittlung des Fair Value heranzuziehen. Die Bewertungsmodelle müssen dabei ebenfalls zunächst Marktdaten und die aktuelle Marktverfassung berücksichtigen, bevor auf unternehmensspezifische Daten zurückgegriffen werden kann.

Das Positionspapier ähnelt in vielen Punkten dem Papier „Measurement of fair value in illiquid or less liquid markets“ des Center of Audit Quality (siehe 4.1.6.). Das vorliegende Papier orientiert sich eng am Wortlaut der einschlägigen und bereits umfassenden Rechnungslegungsvorschriften des IAS 39. Die Definition eines unternehmensübergreifenden, einheitlichen Bewertungsmodells wird jedoch nicht vorgenommen.

4.1.4. Positionspapier des IDW sowie des RIC zur Bewertung von Finanzinstrumenten

Zusätzlich zum Positionspapier des GPPC haben sowohl das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) als auch das unter dem Deutschen Rechnungslegungs Standards Committee angesiedelte Rechnungslegungs Interpretations Committee (RIC) jeweils Positionspapiere zu den bilanziellen Auswirkungen der Subprime-Krise vorgelegt.

Im Hinblick auf die Bewertung von Finanzinstrumenten nach IAS 39 lassen sich die Kernaussagen beider Dokumente wie folgt zusammenfassen:

- Bei der Bewertung von Finanzinstrumenten konzentrieren sich beide Positionspapiere vor allem auf die Frage, wann ein „aktiver Markt“ im Sinne von IAS 39 existiert. Dabei wird darauf hingewiesen, dass eine einzelfallabhängige und zum jeweiligen Abschlussstichtag vorzunehmende Beurteilung grundsätzlich eine hohe Bedeutung bei der Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts (Fair Value) habe. Existiert ein aktiver Markt, bestimmen die dort notierten Preise unmittelbar den Fair Value. Andernfalls sei der Fair Value im Wege von Bewertungsmethoden und Modellrechnungen zu ermitteln.
- Dabei könne ein Finanzinstrument entsprechend den Regelungen des IAS 39 als auf einem aktiven Markt notiert angesehen werden, wenn notierte Preise leicht und regelmäßig von einer Börse, einem Händler oder Broker, einer Branchengruppe, einer Preis-Service-Agentur oder einer Aufsichtsbehörde verfügbar seien. Diese Preise müssten dabei tatsächliche und regelmäßige Markttransaktionen widerspiegeln. Grundsätzlich sei der „Primat der Marktbewertung“ zu beachten. Danach seien für Finanzinstrumente notierte Preise zu verwenden, auch wenn gegebenenfalls nur sehr wenige Markttransaktionen zu beobachten seien. Sofern das Handelsvolumen auf organisierten Märkten in bestimmten Situationen sehr niedrig sei, sei jedoch im konkreten Einzelfall zu prüfen, ob die an diesem Markt notierten Werte noch als auf einem aktiven Markt notiert angesehen werden könnten. Dabei rechtfertigen Preisverzerrungen aufgrund von Übertreibungen und Überreaktionen seitens der Marktteilnehmer in der Regel keine Preisanpassungen, da auch diese Marktpreise den bestmöglichen objektiven Hinweis für den beizulegenden Zeitwert darstellen.
- Die Ermittlung des Fair Value mit Hilfe von Bewertungsmodellen sei somit nur in den Fällen zulässig, in denen tatsächlich kein aktiver Markt mehr bestehe. Dabei seien marktübliche Bewertungsmodelle zu verwenden. Für Bewertungen müssten zunächst in größtmöglichem Umfang aus dem Markt abgeleitete Inputfaktoren verwendet

werden, bevor auf unternehmensspezifische Daten zurückgegriffen werden könne. Ein konkretes Bewertungsmodell wird jedoch weder seitens des IDW noch des RIC vorgegeben. Vielmehr wird ergänzend erläutert, dass sich aufgrund verschiedener Methoden und Variationen der in die jeweilige Methode einfließenden Parameter regelmäßig unterschiedliche Werte für den Fair Value ergeben können.

- Weiterhin wird in den Papieren auf die Ermittlung von möglichen Wertminderungen bei Finanzinstrumenten der Kategorien „held-to-maturity“, „loans and receivables“ sowie „available for sale“ eingegangen. Zu jedem Abschlussstichtag müsse geprüft werden, ob entsprechend des „incurred loss model“ objektive Hinweise auf eine Wertminderung vorlägen. Es wird betont, dass vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzmarkturbulenzen die Verminderung des Fair Value eines Finanzinstruments aufgrund der Illiquidität des Marktes oder eines gestiegenen Zinssatzes, für sich allein genommen, kein hinreichendes Indiz für eine Wertminderung gemäß IAS 39 darstelle.

Insgesamt orientieren sich beide Positionspapiere relativ eng am Wortlaut der einschlägigen und bereits umfassenden Rechnungslegungsvorschriften des IAS 39. Hierbei werden insbesondere diejenigen Regelungen zur Bewertung von Finanzinstrumenten herausgearbeitet, die vor dem Hintergrund der aktuellen Marktentwicklungen eine besondere Bedeutung besitzen. Die zentralen Aussagen befinden sich dabei auch im Einklang mit dem unter Abschnitt 4.1.3. beschriebenen Positionspapier des GPPC. Die Definition eines einheitlichen, unternehmensübergreifenden Bewertungsmodells wird jedoch in beiden Papieren wiederum nicht vorgenommen.

4.1.5. US-GAAP-Standard zur Fair-Value-Bewertung

Der US-amerikanische Standardsetzer (FASB) hat unabhängig von den derzeit bestehenden Finanzmarkturbulenzen bereits einen eigenständigen Standard zur Fair-Value-Bewertung nach US-GAAP erarbeitet (SFAS 157) und im September 2006 verabschiedet. Der Standard ist verpflichtend seit dem 15. November 2007 anzuwenden. Eine freiwillige Anwendung war bereits zu einem früheren Zeitpunkt möglich und wurde auch von vielen Unternehmen praktiziert. Bei dem Standard handelt es sich nicht um völlig neue Bilanzierungsregelungen. Mit Hilfe des SFAS 157 werden vielmehr die bereits bestehenden Regelungen in einem einzelnen Standard konzentriert und weiter konkretisiert. Dabei bezieht sich der SFAS 157 nicht nur auf die Bewertung von Finanzinstrumenten beim

Vorliegen von aktiven oder wenig liquiden Märkten, sondern enthält allgemeine Regelungen zur Fair-Value-Bewertung.

Gemäß des SFAS 157 ist der Fair Value (beizulegende Zeitwert) derjenige Preis, der am Bewertungsstichtag in einer ordnungsgemäßen Transaktion zwischen Marktteilnehmern beim Verkauf eines Vermögenswerts zu erhalten beziehungsweise für den Abgang einer Verbindlichkeit zu zahlen wäre. Mit den Vorgaben im Standard soll sichergestellt werden, dass der beizulegende Zeitwert einen verlässlichen Bewertungsmaßstab bildet, dessen Ermittlung aufgrund einer starken Orientierung an objektivierbaren Marktdaten möglichst geringen Ermessensspielräumen unterliegt. Der Standard sieht dabei eine dreistufige Hierarchie auf der Grundlage der für die Bestimmung des Fair Value zu verwendenden Daten vor:

- **Stufe 1:** Notierte Marktpreise für identische Vermögenswerte oder Verbindlichkeiten auf aktiven Märkten (häufig als Mark-to-Market bezeichnet).
- **Stufe 2:** Direkt oder indirekt beobachtbare Daten vergleichbarer Marktparameter mit Ausnahme notierter Marktpreise der Stufe 1 (häufig als Mark-to-Matrix bezeichnet).
- **Stufe 3:** Nicht beobachtbare Daten, da zum Bewertungszeitpunkt keine beziehungsweise keine verwertbare Marktaktivität für den zu bewertenden Vermögenswert beziehungsweise die zu bewertende Verbindlichkeit vorhanden ist. In diesem Fall hat das Unternehmen die Annahmen, die Marktteilnehmer der Preisbestimmung zugrunde legen würden, zu ermitteln (häufig als Mark-to-Model bezeichnet).

In dem Standard werden drei grundlegende Bewertungsansätze (Market Approach, Income Approach und Cost Approach) erläutert. Hierunter fällt wiederum eine Vielzahl unterschiedlicher Bewertungsmodelle, die im Detail nicht weiter spezifiziert werden. Die Definition eines unternehmensübergreifenden einheitlichen Bewertungsmodells wird in dem Standard aber nicht vorgenommen. SFAS 157 führt vielmehr explizit aus, dass das der jeweiligen Situation entsprechende und in Abhängigkeit des verfügbaren Datenmaterials geeignete Bewertungsmodell heranzuziehen ist. Es sind, abgestuft nach den Bewertungskategorien, umfassende Angabepflichten zu den zum Fair Value bewerteten Vermögenswerten und Schulden vorgesehen. Die Offenlegungspflichten umfassen zum Beispiel Informationen über die jeweils verwendeten Bewertungsmodelle sowie Informationen über die vor allem im Fall von Stufe 3 eingesetzten Modelldaten.

4.1.6. White Paper des Center for Audit Quality

Das Center for Audit Quality (CAQ), ein Zusammenschluss großer US-amerikanischer Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, hat vor dem Hintergrund der nach den Finanzmarkt-turbulenzen aufgetretenen Bilanzierungs- und Bewertungsfragen die Entwürfe von drei sogenannten „White Papers“ veröffentlicht. In diesen Dokumenten sind die Ergebnisse von Gesprächen zwischen dem CAQ und der SEC zur Bewertung bestimmter Positionen angesichts illiquider beziehungsweise wenig liquider Märkte zusammengefasst. Die relativ allgemein gehaltenen Papiere beschäftigen sich mit der korrekten Anwendung der bestehenden US-amerikanischen Bilanzierungsvorschriften in der aktuellen Situation.

Im Grundsatz kommt das CAQ in ihrem Papier „Measurements of Fair Value in Illiquid (or less Liquid) Markets“ zu dem Ergebnis, dass auf der Grundlage der Regelungen des SFAS 157 – soweit möglich – beobachtbare Marktdaten zur Ermittlung der Fair Values zugrunde zu legen sind. Dabei müssen auch ungewöhnliche Marktereignisse und zum Teil ausgedünnte Märkte nicht zwangsläufig zu einer Nichtanwendbarkeit der vorhandenen Marktdaten führen. Die Kriterien für das Vorliegen eines aktiven Marktes seien dabei überwiegend streng auszulegen. Die Tatsache, dass beispielsweise ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage bestehe oder dass das Handelsvolumen deutlich geringer als in vorherigen Perioden ist, bedeute danach nicht zwangsläufig, dass kein aktiver Markt vorhanden ist. Die Ableitung von Fair Values anhand beobachtbarer Marktdaten für vergleichbare Instrumente beziehungsweise die Anwendung von Bewertungsmodellen sei nur dann angemessen, wenn börsennotierte Marktpreise auf aktiven Märkten nicht verfügbar seien.

4.1.7. Fazit

Fair-Value-Bewertungen haben gerade in Situationen, in denen kein aktiver Markt oder beobachtbare Marktparameter vorliegen, Anlass zu intensiven Diskussionen gegeben.

Das allgemeine Verständnis der Fair-Value-Bewertung besteht darin, dass vom Grundsatz her Marktpreise oder vergleichbare Marktparameter als Basis für die Ermittlung des Fair Value dienen sollen. Nur sofern kein aktiver Markt vorliegt beziehungsweise beobachtbare Marktparameter fehlen, sehen die Regelungen vor – und dies ist auch gängige Praxis –, dass etablierte Bewertungsverfahren unter Verwendung nicht direkt am Markt beobachtbarer Daten zur Ermittlung des Fair Value heranzuziehen sind. Die in diesen

Fällen verwendeten, komplexen Bewertungsmodelle beruhen auf Annahmen, Einschätzungen und Erfahrungswerten der einzelnen Banken. Daher führen die Bewertungsverfahren nur dann zu sachgerechten Ergebnissen, wenn die unterschiedlichen Merkmale und Ausgestaltungen der Finanzinstrumente bei der Bewertung angemessen berücksichtigt werden.

Aus diesem Grund sehen auch die bestehenden Regelungen (zum Beispiel der IAS 39 oder der SFAS 157) kein konkretes oder gar einheitliches Modell zur Bewertung von Finanzinstrumenten ohne aktiven Markt vor. Vielmehr ist sowohl nach IAS 39 als auch nach SFAS 157 das der jeweiligen Situation entsprechende und in Abhängigkeit des verfügbaren Datenmaterials geeignete Bewertungsmodell heranzuziehen. Dies ist in unseren Augen angesichts der großen Vielfalt und Komplexität der Finanzinstrumente auch sachgerecht. Denn die unterschiedlichen Merkmale und Ausgestaltungen der Finanzinstrumente müssen bei der Bewertung angemessen berücksichtigt werden. Dies kann durch prinzipienbasiert ausgestaltete Standards am besten gewährleistet werden. Die Ermittlung des korrekten Bewertungsansatzes ist daher auf der Basis von prinzipienorientierten Standards zur Fair-Value-Ermittlung von jedem Institut individuell in Abstimmung mit dem jeweiligen Wirtschaftsprüfer vorzunehmen. Eine komplette Vereinheitlichung von Bewertungsverfahren kann aufgrund der Vielfalt und Komplexität der Finanzinstrumente nicht zu adäquaten Ergebnissen führen.

Das Augenmerk sollte vorrangig auf die Verbesserung der Transparenz der Bewertung von Finanzinstrumenten für Dritte wie beispielsweise Investoren, Rating-Agenturen und Analysten gerichtet werden. Hervorzuheben ist, dass der im Jahresabschluss 2007 erstmals verpflichtend anzuwendende Standard IFRS 7 zur Offenlegung von Finanzinstrumenten hierzu bereits einen wichtigen Beitrag leistet. Darüber hinaus bestehen ergänzende Angabepflichten für Banken nach Säule III von Basel II, die für Geschäftsjahre ab 2008 verpflichtend anzuwenden sind. Diese enthalten zum Beispiel zahlreiche Offenlegungsvorschriften für Verbriefungspositionen.

In Krisenzeiten ist allerdings nicht zu verkennen, dass die internationalen Rechnungsvorschriften in Teilen prozyklisch wirken und in außergewöhnlichen Marktsituationen zu einer Verschärfung der Probleme beitragen können. Dies liegt insbesondere darin begründet, dass die Mehrzahl der Wertpapiere täglich zu Marktpreisen bewertet werden müssen. Dadurch wird letztlich eine Abwärtsspirale befördert, die zu einer weiteren Unsicherheit der Märkte beiträgt und so die Situation über das ökonomisch rationale Niveau hinaus verschärft. Daher wäre es sinnvoll, auf internationaler Ebene eine

Aussetzung der täglichen Marktwertbewertung rückwirkend zum Beispiel zum 1. Januar 2008 in Krisenzeiten zu erlauben.

Soweit darüber hinaus grundsätzliche Anpassungen an den internationalen Bilanzierungsregeln – insbesondere hinsichtlich der Fair-Value-Bewertung – vorzunehmen sind, fällt dies in den Aufgabenbereich des internationalen Standardsetzers IASB. Der Bankenverband hat sich in die aktuelle Diskussion zur Fair-Value-Bewertung bereits frühzeitig mit eigenen Vorschlägen zur möglichen Ausgestaltung eines entsprechenden IASB-Standards eingebracht. Wir empfehlen daher, dass der IASB den bereits begonnenen Diskussionsprozess zum Anwendungsbereich und zur Ausgestaltung der Fair-Value-Bewertung von Finanzinstrumenten mit der kreditwirtschaftlichen Industrie fortsetzt und weiter intensiviert.

- Eine Analyse der aktuellen Bewertungsfragen ist dringend und in möglichst kurzer Frist erforderlich, um ein vollständiges und klares Bild von den tatsächlichen Auswirkungen der bestehenden Finanzmarkturbulenzen zu erhalten.
- Die internationalen Rechnungslegungsvorschriften können in Teilen krisenverschärfend wirken, da die Wertpapiere täglich zu Marktpreisen bewertet werden müssen. Daher wäre es sinnvoll, auf internationaler Ebene eine Aussetzung der täglichen Marktwertbewertung rückwirkend zum Beispiel zum 1. Januar 2008 in Krisenzeiten zu erlauben.
- Darüber hinaus sollte der internationale Standardsetzer IASB den bereits begonnenen Diskussionsprozess zum Anwendungsbereich und zur Ausgestaltung der Fair-Value-Bewertung von Finanzinstrumenten mit der kreditwirtschaftlichen Industrie fortsetzen und intensivieren.

4.2. Auswirkungen der Bewertungsstandards auf das Risikomanagement der Banken

Auch für Zwecke der Risikosteuerung von Banken ist eine Bewertung von Finanzinstrumenten mit Hilfe von Modellen erforderlich. Die Bewertung von Finanzinstrumenten zum Zweck der Bilanzierung und der Risikosteuerung sind dabei nicht zwingend deckungsgleich. Anzustreben ist jedoch eine Konsistenz der für die Bewertung von Finanzinstrumenten zum Zwecke der Bilanzierung verwendeten Modelle und Parameter mit denen aus dem Bereich der internen Risikosteuerung.

4.3. Bewertungsstandards für Nicht-Banken

Die internationalen Rechnungslegungsstandards sind grundsätzlich nicht branchenspezifisch ausgestaltet. Darüber hinausgehende einheitliche allgemein akzeptierte Bewertungsstandards für non-bank investors unabhängig von den bestehenden Bilanzierungsstandards des IASB beziehungsweise des FASB liegen derzeit nach unserer Kenntnis nicht vor. Zu Initiativen, die speziell Bewertungsstandards bei non-bank investors betreffen, sind bisher keine Informationen verfügbar. Eine Bewertung speziell der Situation bei non-bank investors und der sich daraus ergebenden möglichen Auswirkungen auf die Situation bei Banken über die Ausführungen von 4.2. und 4.3. hinaus, sind daher zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht möglich.

5. Zusammenarbeit und Funktionsweise der Aufsichtsbehörden

5.1. Zusammenarbeit der europäischen Aufsichtsbehörden

Vorbemerkung: Die Zusammenarbeit zwischen den europäischen Aufsichtsbehörden beziehungsweise Defizite bei dieser sind nicht die wesentliche Ursache für die Subprime-Krise gewesen, zumal die größten Solvenzprobleme in der EU nicht bei signifikant grenzüberschreitend tätigen Bankengruppen auftraten. Die Kapitalmarktverwerfungen haben jedoch die gesamte Kreditwirtschaft grenzüberschreitend erheblich betroffen, so dass die Zusammenarbeit hinsichtlich der Bewältigung der Folgen der Subprime-Krise sehr wohl relevant war. Der dabei zu Tage getretene Verbesserungsbedarf wird zum Anlass genommen, auch diesen Aspekt eingehender zu behandeln.

5.1.1. Rechtliche Vorgaben zur Zusammenarbeit

Sachstand

Mit der Neufassung der Bankenrichtlinie (veröffentlicht im Juni 2006) wurden die EU-rechtlichen Vorgaben zum Informationsaustausch sowie zur Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden deutlich ausgeweitet (vgl. Art. 129 - 132):

- Die Aufsichtsbehörden übermitteln einander alle Informationen, die für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben gemäß der Bankenrichtlinie wesentlich oder zweckdienlich sind (Art. 132)². Hierzu übermitteln die zuständigen Behörden auf Verlangen alle notwendigen Informationen.
- Vor einer Entscheidung, die für die Aufsichtstätigkeiten einer anderen Behörde von Bedeutung ist, konsultieren die Behörden einander in Bezug auf Änderungen in der Aktionärs-, Organisations- oder Führungsstruktur einer Bankengruppe sowie auf größere Sanktionen oder außergewöhnliche Maßnahmen der Aufsichtsbehörden (Art. 132 Nr. 3).

² Als „zweckdienlich“ gelten Informationen, die die Beurteilung der finanziellen Solidität eines Kreditinstituts in einem anderen Mitgliedstaat wesentlich beeinflussen können. Zu den „wesentlichen“ Informationen zählt die Richtlinie insbesondere die Offenlegung der Gruppenstruktur aller größeren Kreditinstitute einer Gruppe; die Angabe der Verfahren, nach denen bei den Kreditinstituten einer Gruppe Informationen gesammelt und überprüft werden; ungünstige Entwicklungen bei den Unternehmen der Gruppe, die den Kreditinstituten ernsthaft schaden können sowie größere Sanktionen und außergewöhnliche Maßnahmen, insbesondere die Verhängung einer zusätzlichen Eigenkapitalanforderung.

- Eine besondere Rolle kommt in diesem Prozess der für das Mutterinstitut einer Bankengruppe zuständigen Aufsichtsbehörde (Consolidated Supervisor) zu (Art. 129 Nr. 1). Sowohl in Normal- als auch in Krisensituationen koordiniert der Consolidated Supervisor zum einen die Sammlung und Verbreitung von zweckdienlichen und wesentlichen Informationen. Zum anderen plant und koordiniert er die Aufsichtstätigkeiten der an der Beaufsichtigung der Gruppe beteiligten Behörden.
- Um die Beaufsichtigung von Bankengruppen zu erleichtern, schließen die Aufsichtsbehörden des Mutterinstituts und der Tochterinstitute schriftliche Koordinierungs- und Kooperationsvereinbarungen, insbesondere zu Verfahren für die Beschlussfassung und die Zusammenarbeit (Art. 131). Im Rahmen dieser Vereinbarungen können dem Consolidated Supervisor auch zusätzliche Aufgaben übertragen werden. Ferner können die Aufsichtsbehörden der Tochterinstitute dem Consolidated Supervisor im Wege bilateraler Vereinbarungen die Beaufsichtigung für das Tochterunternehmen übertragen.
- Im Dezember 2007 hat das Committee of European Banking Supervisors (CEBS) ein Papier zur Arbeit der Colleges of Supervisors veröffentlicht. Die Colleges of Supervisors stellen den Zusammenschluss sämtlicher an der Beaufsichtigung einer Bankengruppe beteiligten Aufsichtsbehörden dar. Ergänzend zu dem Papier hat CEBS auch einen Musterentwurf für eine Koordinations- und Kooperationsvereinbarung gemäß Art. 131 (s. o.) publiziert.

Position des Bankenverbandes

Mit den umfassenden Vorgaben zur Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden geht die neue Bankenrichtlinie deutlich über das alte EU-Recht hinaus. Damit wird der steigenden Bedeutung von grenzüberschreitend tätigen und stark integrierten Bankengruppen Rechnung getragen. Dies ist im Sinne einer anzustrebenden Kongruenz zwischen Organisation der Unternehmens-/Gruppenleitung und Organisation der Aufsichtstätigkeit grundsätzlich zu begrüßen.

Die im EU-Recht angelegten Vorkehrungen müssen jedoch auch in der Praxis entsprechend ausgefüllt werden. Allerdings legen die jüngsten Erfahrungen den Schluss nahe, dass sich die Aufsichtsbehörden mit einer Intensivierung ihrer gegenseitigen Zusammenarbeit vielfach noch schwer tun. Die entsprechenden Anstrengungen müssen daher deutlich verstärkt werden. Dies kann aber nicht alleine beziehungsweise vorrangig durch EU-Recht

erzwungen werden, sondern setzt vor allem den politischen Willen der Beteiligten voraus. Die Intensivierung der Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden kann nicht allein den Aufsichtsbehörden selbst überlassen bleiben. Eine unabdingbare Voraussetzung ist darüber hinaus, dass auch die Regierungen der EU-Mitgliedstaaten ihre Verantwortung übernehmen, damit auch hinsichtlich der Bankenaufsicht tatsächlich ein einheitlicher Finanzbinnenmarkt geschaffen wird.

Insbesondere wegen der zum Teil großen Zahl von Aufsichtsbehörden als auch wegen einer gewissen Zurückhaltung im Hinblick auf eine stärkere Zusammenarbeit ist dabei eine starke Rolle des Consolidated Supervisor hinsichtlich des Austausches von Informationen sowie der Koordination der Aufsichtstätigkeiten notwendig. Daher sollten dem Consolidated Supervisor in der EU-Bankenrichtlinie klare Prozesssteuerungskompetenzen zugewilligt werden. Darüber hinaus ist zu prüfen, inwieweit die derzeitigen Vorkehrungen der Bankenrichtlinie für eine reibungslose Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden ausreichen. Derzeit enthält die EU-Richtlinie keine Regelungen, wie notwendige Entscheidungen im Falle einer Uneinigkeit der Aufsichtsbehörden herbeigeführt werden können. Ebenfalls sollte darauf hingewirkt werden, dass die von den Aufsichtsbehörden getroffenen Entscheidungen für alle an der Beaufsichtigung einer Gruppe beteiligten Aufsichtsbehörden verbindlich sind. Von zu detaillierten Vorschriften sollte jedoch abgesehen werden, um die Flexibilität der Aufsichtsbehörden, die angesichts der Vielfalt von Bankengruppen notwendig ist, nicht unangemessen einzuschränken. Sinnvoll wäre es, die Institution der Colleges of Supervisors auch namentlich in den Art. 129 bis 132 zu erwähnen und die Aufsichtsbehörden zu einem gegenseitigen Austausch zu verpflichten, um auch zwischen den unterschiedlichen Colleges die Konvergenz der Aufsichtspraxis zu befördern. Ferner sollte präzisiert werden, dass zu den Kernaufgaben der Colleges die gemeinsame Erstellung eines Risikoprofils einer Bankengruppe und eine darauf basierende Aufsichtsplanung zählt.

Positiv zu beurteilen sind insbesondere die in der EU-Richtlinie vorgesehenen Möglichkeiten zur Delegation von Aufgaben und Kompetenzen an den Consolidated Supervisor. Davon kann zum einen Gebrauch gemacht werden, um die Koordinationsaufgabe des Consolidated Supervisor effizienter auszugestalten. Zum anderen sollte die neue Möglichkeit aber auch genutzt werden, um mittels bilateraler Vereinbarungen die Verantwortung für die Beaufsichtigung von Tochterbanken auf die Aufsichtsbehörde des Mutterunternehmens zu transferieren. Dadurch würde die Aufsichtsstruktur an die Realitäten der Gruppensteuerung inklusive seines Risikomanagements angepasst und die Aufsichtsarchitektur für grenzüberschreitende Bankengruppen deutlich vereinfacht.

Die Vernetzung der Colleges of Supervisors im Rahmen des Operational-Networking-Projektes von CEBS ist – wie die Arbeit der Colleges an sich – sehr zu begrüßen. Dadurch werden die Erfahrungen der verschiedenen Aufsichtsbehörden füreinander nutzbar gemacht und ein einheitlicher Standard in der Beaufsichtigung grenzüberschreitender Bankengruppen wird befördert. Unverzichtbar ist, dass zwischen den verschiedenen Aufsichtsbehörden ein gemeinsames Verständnis hergestellt wird bezüglich Ziel und Zweck bestimmter Aufsichtsnormen sowie der range of best practices der Kreditinstitute. CEBS kann und muss eine besondere Rolle hinsichtlich eines Level Playing-Field zwischen den Colleges sowie in Bezug auf die Förderung des gegenseitigen Vertrauens der Aufsichtsbehörden und des gemeinsamen Verständnisses spielen.

Grundsätzlich positiv zu bewerten ist daher auch das CEBS-Papier mit seinem Musterentwurf für eine Koordinations- und Kooperationsvereinbarung gemäß Art. 131, das das Ergebnis eines intensiven Diskussionsprozesses der Aufsichtsbehörden war. Entscheidend ist jedoch, dass der mit dem allgemein gehaltenen Papier gesteckte Rahmen in der Aufsichtspraxis auch adäquat genutzt wird und es dadurch zu spürbaren Verbesserungen in der Beaufsichtigung grenzüberschreitender Bankengruppen kommt. Insgesamt ist das CEBS-Papier sehr stark vom Gedanken der Kooperation gleichberechtigter Aufsichtsbehörden geprägt; die Stellung und Funktion des Consolidated Supervisor ist darin nicht so deutlich akzentuiert wie in der EU-Richtlinie angelegt. Insbesondere wird in dem CEBS-Papier die Delegation vom Consolidated Supervisor an die Tochteraufseher als gleichberechtigt neben der Delegation von Tochter- an Mutteraufseher dargestellt; die EU-Richtlinie räumt hingegen der Delegation an den Consolidated Supervisor den deutlichen Vorrang ein.

- Die Zusammenarbeit der EU-Aufsichtsbehörden muss deutlich intensiviert werden. Dies kann jedoch nicht alleine beziehungsweise vorrangig durch EU-Recht erzwungen werden, sondern setzt vor allem den echten Willen der Beteiligten voraus.
- In den Art. 129 bis 131 sollte die Rolle des Consolidated Supervisor hinsichtlich des Austausches von Informationen sowie der Koordination der Aufsichtstätigkeiten deutlich gestärkt werden.
- Darüber hinaus sollte auch die Institution der Colleges of Supervisors in der Richtlinie verankert und die Aufsichtsbehörden zu einem gegenseitigen Austausch verpflichtet werden, um zwischen den unterschiedlichen Colleges die Konvergenz der Aufsichtspraxis zu befördern. CEBS kann und sollte hierbei eine zentrale Rolle spielen.

5.1.2. Nationale Mandate der Aufsichtsbehörden

Sachstand

In den jeweiligen nationalen Aufsichtsgesetzen, in Deutschland im Kreditwesengesetz (KWG), das unter anderem die bankaufsichtlichen Aufgaben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) regelt, sind auch Normen zur Zusammenarbeit mit anderen Aufsichtsbehörden enthalten. Im Wesentlichen richten sich diese jedoch lediglich auf die Zusammenarbeit im Falle der konsolidierten Aufsicht über Bankengruppen. Sie konkretisieren die Verantwortung der nationalen Behörden, wie etwa der BaFin, für den Informationsaustausch und die Aufsichtsplanung für Fälle, in denen die BaFin für die Beaufsichtigung eines Mutterinstituts mit ausländischen Tochterunternehmen verantwortlich ist (Art. 8a KWG).

Daneben arbeiten die Aufsichtsbehörden – insbesondere im Rahmen des Committee of European Banking Supervisors (CEBS) – intensiv zusammen, um die Konvergenz der Aufsichtspraxis in der EU zu befördern. Zu diesem Zweck hat CEBS bereits zahlreiche Guidelines veröffentlicht, die die Aufsichtsbehörden bei der Interpretation und Anwendung von Gemeinschaftsrecht leiten sollen. In den nationalen Gesetzen, die die Arbeit der jeweiligen Aufsichtsbehörden regeln, sind diese Aufgaben in der Regel nicht erwähnt. Um die Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden allgemein und vor allem im Rahmen von CEBS zu befördern, wird derzeit diskutiert, die einzelnen Aufsichtsbehörden auf Ebene der nationalen Gesetzgebung jeweils mit einem „EU-Mandat“ auszustatten.

Im Wertpapierbereich finden sich in den einzelnen Gesetzen ebenfalls Normen, die zur Zusammenarbeit verpflichten, etwa in § 7 WpHG oder § 23 ProspG. Faktisch findet die Kooperation im Rahmen vom Committee of European Securities Regulators (CESR) statt, ohne jedoch in den diversen Gesetzen einen Niederschlag gefunden zu haben.

Position des Bankenverbandes

Vieles spricht für eine Verdeutlichung der Pflicht zur Zusammenarbeit der jeweiligen Aufsichtsbehörde mit anderen EU-Aufsichtsbehörden in den einschlägigen nationalen Rechtsnormen. Eine solche Gesetzesänderung sollte in ihrer möglichen positiven Wirkung aber nicht überschätzt werden.

Einerseits bringen sich zahlreiche nationale Aufsichtsbehörden – auch die BaFin – schon jetzt, das heißt ohne „EU-Mandat“, intensiv in die Zusammenarbeit der Aufsichtsbe-

hörden als auch in die CESR- und CEBS-Aktivitäten ein. Andererseits wird ein EU-Mandat für sich genommen die Kooperation der Aufsichtsbehörden noch nicht verbessern. Entscheidend sind dafür vor allem das Bewusstsein für die sich wandelnden Anforderungen an eine adäquate Aufsicht in einem zunehmend integrierten EU-Finanzbinnenmarkt sowie die Bereitschaft der Aufsichtsbehörden, ihre Aufsichtspraxis zunehmend zu vereinheitlichen. Eine strikte rechtliche Bindungswirkung von Standards und Guidelines der Level-3-Ausschüsse ließe sich mittels eines „EU-Mandats“ in den nationalen Gesetzen ohnehin nicht begründen. Rechtsakten der Verwaltungsbehörden kann schon aus Gründen des Gewaltenteilungsprinzips keine unbedingte Bindung zukommen. Ein „dynamischer Verweis“ auf europäische Rechtsakte müsste sich am rechtsstaatlichen Bestimmtheitsgebot messen lassen. Damit wird die Umsetzung eines entsprechenden politischen Willens nur auf europäischer Ebene erfolgen können und etwa die Schaffung eines Verwaltungsrechtsrahmens und von Rechtswegen erfordern.

- Die privaten Banken begrüßen grundsätzlich den Vorschlag, die nationalen Aufsichtsbehörden in den einschlägigen nationalen Rechtsnormen zu einer Zusammenarbeit mit den anderen EU-Aufsichtsbehörden zu verpflichten.
- Allerdings wird ein solches EU-Mandat für sich genommen die Kooperation der Aufsichtsbehörden noch nicht verbessern. Entscheidend sind dafür vor allem das Bewusstsein für die sich wandelnden Anforderungen an eine adäquate Aufsicht in einem zunehmend integrierten EU-Finanzbinnenmarkt sowie die Bereitschaft der Aufsichtsbehörden, ihre Aufsichtspraxis zunehmend zu vereinheitlichen.

5.1.3. Gemeinsames Rahmenwerk zur Feststellung einer Systemkrise

Sachstand

Zur Verbesserung des Krisenmanagement-Instrumentariums wurde die EU-Kommission beauftragt, Vorschläge zur Entwicklung eines analytischen Rahmenwerks zur Feststellung einer Systemkrise zu unterbreiten. Ergebnisse liegen derzeit noch nicht vor.

Position des Bankenverbandes

Es ist notwendig, zwischen den europäischen Institutionen ein grundsätzliches Einvernehmen darüber herzustellen, wodurch eine Systemkrise gekennzeichnet ist. Nur dann kann im Krisenfall rasch und konsequent vorgegangen werden, ohne wertvolle Zeit zu verlieren. Ein rasches Einvernehmen über die Einstufung einer Krise ist notwendig, um auf der Ebene von Notenbanken, Aufsichtsbehörden und Regierungen unmittelbar bestimmte Abläufe anzustoßen. Von daher ist die Diskussion positiv zu werten.

Generell gehört die Überwachung der internationalen Finanzmarktstabilität jedoch zu den Kernkompetenzen einer internationalen Währungsbehörde, des Internationalen Währungsfonds (IWF). Der Fonds ist auch deshalb die adäquate Instanz, weil Finanzmarktkrisen in Anbetracht der Globalisierung häufig internationaler Natur sind. Der IWF könnte der Kern eines internationalen Frühwarnsystems werden. Diese Aufgabe wird vom IWF seit einigen Jahren zudem in seiner Organisationsstruktur stärker betont.

Von daher ist es prinzipiell richtig, dass die Staats- und Regierungschefs der EU bei ihrem Frühjahrsgipfel die Bedeutung des IWF für die internationale Finanzmarktstabilität betont haben. Die Umsetzung eines solchen Konzepts erfordert entsprechende Ressourcen für die sachgemäße Erfüllung dieser Aufgabe, deren Finanzierung geklärt werden muss. Grundlegende Voraussetzung für eine erfolgreiche Umsetzung dieser Vorstellungen ist jedoch, dass die IWF-Mitgliedsländer bereit sind, dem Fonds entsprechende Kompetenzen zuzugestehen und Finanzmarktstabilität als ein gemeinsames Ziel zu begreifen.

Außerdem muss bedacht werden, dass neben dem IWF auch andere internationale Institutionen bestehen, die eine unmittelbare Verantwortung für die Begrenzung von Risiken an den Finanzmärkten tragen, wie zum Beispiel das Forum für Finanzmarktstabilität (FSF) oder die internationalen Vereinigungen der Aufsichtsbehörden. Am Ende muss ein kohärentes Miteinander entstehen, bei dem die spezifischen Kompetenzvorteile der einzelnen Gremien zum Tragen kommen, Überschneidungen von Verantwortlichkeiten weitgehend vermieden werden, dort wo sie bestehen, eine sachorientierte Abstimmung der Positionen und etwaiger Maßnahmen erfolgt und ein umfassender Informationsaustausch sichergestellt wird.

Das schließt europäische Aktivitäten nicht aus – im Gegenteil: Der europäische Finanzmarkt ist einer der weltweit bedeutendsten. Außerdem gilt es, spezifische europäische Strukturen zu berücksichtigen. So müssen in der Europäischen Union verschiedene Ebenen beachtet

werden: EU, Euro-Währungsgebiet, Nicht-Euro-Länder, neue Mitgliedsländer, die nationale Ebene und die jeweiligen Marktstrukturen.

Dabei wäre es sinnvoll, sich auf ein Analyseschema für die Feststellung einer Systemkrise zu verständigen. Indikatorenansätze für die Feststellung der Krisenanfälligkeit liegen bereits vor; der IWF und die Notenbanken nutzen sogenannte makro-prudenzielle Indikatoren (oder beim IWF Financial Soundness Indicators) zur Einschätzung der Stabilität von Bankensystemen oder von ganzen Volkswirtschaften (hier insbesondere Entwicklungsländer). Diese Indikatorenansätze dienen dazu, künftige Risiken abzuschätzen; sie werden für die Erstellung der Stabilitätsberichte verwendet. Dieser Indikatorenfundus stellt eine wertvolle Basis für den Ausbau des Analyseinstruments zur Feststellung einer Systemkrise dar.

Man sollte sich aber über die Grenzen solcher Indikatoren im Klaren sein. Das Analyseschema muss wegen der ständigen Innovationen an den Finanzmärkten einer permanenten Überprüfung unterliegen. Trotzdem kann kein Indikatorsatz sicherstellen, dass zum jeweiligen Zeitpunkt alle potenziellen Risiken erfasst sind. Zum Teil sind die statistischen Voraussetzungen hierfür nicht gegeben. Schließlich kann nicht ausgeschlossen werden, dass eine Systemkrise vorliegt, obwohl sie von den Kennzahlen noch nicht gemeldet wird, beziehungsweise umgekehrt, dass eine Systemkrise angezeigt wird, obwohl sie nicht vorliegt. Ein analytisches Rahmenwerk ist – wenn es richtig konzipiert und gepflegt wird – sicher eine wertvolle Hilfe zur Feststellung einer Systemkrise und damit zur Beschleunigung der Reaktion hierauf. Es kann aber die letzte Bewertung einer Situation und die Entscheidung der Verantwortlichen nicht ersetzen. Dabei ist es dringend zu empfehlen, dass die zuständigen Behörden, allen voran IWF und Financial Stability Forum (FSF) sich intensiv mit den Marktteilnehmern und Verbänden auszutauschen, um ein gesichertes Bild von Marktlagen und Innovationsprozessen zu erhalten.

- Generell ist der IWF die adäquate Instanz für die Überwachung der internationalen Finanzmarktstabilität. Er könnte der Kern eines internationalen Frühwarnsystems werden.
- Das schließt europäische Aktivitäten nicht aus. Der EU-Finanzmarkt ist einer der weltweit bedeutendsten. Außerdem gilt es, europäische Spezialitäten zu berücksichtigen.

- Sinnvoll wäre es, sich international auf ein Analyseschema für die Feststellung einer Systemkrise zu verständigen. Allerdings können solche Indikatoren wegen vielfältiger Probleme die letzte Bewertung einer Situation und die Entscheidung der Verantwortlichen nicht ersetzen.
- Die Behörden sollten ihr Analyseschema durch einen Austausch mit den Marktteilnehmern und Verbänden anreichern.
- Zudem gilt es, eine politische Rückkopplung zwischen IWF und dem Financial Stability Forum zu verankern.

5.1.4. Krisenmanagement

Sachstand

Derzeit weist Art. 129 der Bankenrichtlinie dem Consolidated Supervisor nur ganz allgemein die Verantwortung zu, in Normalsituationen wie in Krisensituationen den Informationsaustausch zwischen den an der Beaufsichtigung einer grenzüberschreitenden Bankengruppe beteiligten Aufsichtsbehörden zu koordinieren sowie für eine Planung und Koordinierung der Aufsichtsaktivitäten zu sorgen.

Position des Bankenverbandes

Insbesondere bei Krisensituationen könnten sich die sehr knappen Vorgaben der Bankenrichtlinie als zu vage herausstellen und eine optimale Bewältigung von Problemen behindern. Die Bewältigung der direkt oder indirekt alle Banken betreffenden und grenzüberschreitend wirkenden Verwerfungen am Kapitalmarkt haben Verbesserungsbedarf hinsichtlich der krisenorientierten Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden gezeigt. Sinnvoll wäre es, die Aufsichtsbehörden in der EU-Richtlinie für den Fall von negativen Entwicklungen bei einzelnen Instituten/Institutsgruppen beziehungsweise in Märkten insgesamt zur Erstellung und Implementierung von Notfallplanungen sowie zur Entwicklung von Kommunikationsstrategien gegenüber der Öffentlichkeit zu verpflichten. Da grenzüberschreitende Krisen über einzelne Bankengruppen hinausgehen, müssen auch die die Krisenbewältigungs- beziehungsweise -präventionsstrukturen zum Teil über die Colleges hinausgehen und sollten neben den Aufsichtsbehörden auch die Notenbanken und die Regierungen der Mitgliedstaaten einbeziehen.

- Die Aufsichtsbehörden sollten für den Fall negativer Entwicklungen bei einzelnen Instituten/Institutsgruppen beziehungsweise in Märkten insgesamt zur Erstellung und Implementierung von Notfallplanungen sowie zur Entwicklung von Kommunikationsstrategien gegenüber der Öffentlichkeit verpflichtet werden.
- Die Krisenbewältigungs- beziehungsweise -präventionsstrukturen müssen über die Colleges hinausgehen und sollten neben den Aufsichtsbehörden auch die Notenbanken und die Regierungen der Mitgliedstaaten einbeziehen.

5.2. Rolle und Funktionsweise des Committee of European Banking Supervisors (CEBS)

5.2.1. Rechtlicher Status der Level-3-Ausschüsse

Sachstand

Ende 2003 wurde durch Entscheidung der Europäischen Kommission das Committee of European Banking Supervisors (CEBS) errichtet.³ Dabei hat die Kommission CEBS zwei Aufgaben zugewiesen: Zum einen soll CEBS im Auftrag der Kommission oder auf eigene Initiative Vorschläge für mögliche regulatorische Maßnahmen unterbreiten. Zum anderen soll CEBS die konsistente Anwendung des gemeinschaftlichen Bankaufsichtsrechts und die Konvergenz der Aufsichtspraxis in den Mitgliedstaaten befördern.

In einer Bewertung des Lamfalussy-Prozesses hat sich die Europäische Kommission Ende November 2007 dafür ausgesprochen, den rechtlichen Status der drei Level-3-Ausschüsse zu stärken. Hintergrund dieser Überlegungen ist, dass in den Kommissionsbeschlüssen zur Errichtung des Committee of European Securities Regulators (CESR) beziehungsweise des Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS) die Aufgabe der konsistenten Anwendung des gemeinschaftlichen Aufsichtsrechts und der Konvergenz der Aufsichtspraxis in den Mitgliedstaaten nicht enthalten ist. Zu diesem Zweck schlägt die Kommission vor, entweder die Kommissionsentscheidungen zur Errichtung der drei Level-3-Ausschüsse zu vereinheitlichen oder die Arbeit der Ausschüsse in den entsprechenden EU-Richtlinien zu verankern.

Position des Bankenverbandes

Die Vereinheitlichung des Aufgabenspektrums der Level-3-Ausschüsse und eine Erweiterung des Aufgabenkatalogs von CESR und CEIOPS im oben beschriebenen Sinne werden vom Bankenverband begrüßt. Zu diesem Zweck scheint eine entsprechende Anpassung der Kommissionsentscheidungen zur Errichtung der Level-3-Ausschüsse jedoch ausreichend; eine stärkere Verankerung in den EU-Richtlinien wird nicht für erforderlich gehalten.

³ Siehe Commission Decision 2004/5/EC.

Schon jetzt statuiert die EU-Bankenrichtlinie in den Erwägungsgründen Nr. 55 und 56, dass CEBS zur kohärenten Anwendung der Bankenrichtlinie und Konvergenz der Aufsichtspraxis in der EU beitragen sowie die Zusammenarbeit der verschiedenen Aufsichtsbehörden bei der (konsolidierten) Aufsicht über grenzüberschreitend tätige Bankengruppen befördern soll. Damit sind ausreichende Grundlagen für eine effektive Arbeit von CEBS geschaffen. Inwieweit CEBS tatsächlich einen signifikanten Beitrag zur Finanzmarktintegration leistet hängt – wie oben angedeutet – weniger davon ab, ob darüber hinausgehende Aufgabenbeschreibungen in die Bankenrichtlinie aufgenommen werden, als vielmehr vom politischen Willen der Beteiligten. Gravierende Änderungen wie eine rechtliche Bindungswirkung der CEBS-Empfehlungen zur Aufsichtskonvergenz ließen sich wegen der damit verbundenen Transformation von CEBS in ein quasi-gemeinschaftliches Organ ohnehin nicht im Wege einer bloßen Änderung der einschlägigen Aufsichtsrichtlinien herbeiführen.

- Die Vereinheitlichung des Aufgabenspektrums der Level-3-Ausschüsse wird vom Bankenverband begrüßt. Zu diesem Zweck scheint eine entsprechende Anpassung der Kommissionsentscheidungen zur Errichtung der Level-3-Ausschüsse jedoch ausreichend.
- Inwieweit die Level-3-Ausschüsse tatsächlich einen signifikanten Beitrag zur Finanzmarktintegration leisten, hängt weniger davon ab, ob Aufgabenbeschreibungen in EU-Richtlinien aufgenommen werden, als vielmehr vom politischen Willen der Beteiligten.

5.2.2. Finanzierung der Level-3-Ausschüsse

Sachstand

Derzeit werden die Level-3-Ausschüsse ausschließlich von ihren Mitgliedern, das heißt den nationalen Aufsichtsbehörden, finanziert. Deren Finanzierung wiederum variiert zwischen den EU-Mitgliedstaaten. Die BaFin wird beispielsweise zu 100 % von den beaufsichtigten Unternehmen finanziert. In anderen Ländern wird die Aufsicht hingegen aus allgemeinen Steuermitteln getragen. Dies ist insbesondere dort der Fall, wo die Zentralbank die Aufsichtsverantwortung trägt.

Durch eine Ausweitung der Aufgaben der Level-3-Ausschüsse (z. B. Aufbau pan-europäischer Personalschulungskapazitäten, Einrichtung eines europaweiten Meldewesens

für Transaktionen als Ausfluss der MiFID) werden die Kosten der Ausschüsse künftig spürbar ansteigen. Die Europäische Kommission hat vor diesem Hintergrund angekündigt, eine Teilfinanzierung der Level-3-Ausschüsse aus dem Budget der EU zu prüfen.

Position des Bankenverbandes

Der Bankenverband sieht keine Notwendigkeit für eine Beteiligung der EU an den Kosten der Level-3-Ausschüsse. Zum einen würde dies zu einer Teilfinanzierung der Aufsichtstätigkeit aus Steuermitteln (steuerfinanzierte Beiträge der Mitgliedstaaten zum EU-Haushalt) führen, was nicht im Einklang mit dem Finanzierungsmodus der Aufsichtstätigkeit in Ländern wie Deutschland oder Großbritannien stünde. Zum anderen entspricht es dem Gedanken eines Zusammenschlusses der Aufsichtsbehörden, dass deren Kollektivaufgaben auch gemeinsam finanziert werden. Dadurch entsteht auch nicht die Gefahr einer Einflussnahme durch externe Geldgeber. Im Übrigen ist zu bedenken, dass die zusätzlichen Kosten der Level-3-Ausschüsse bei Verzicht auf entsprechende Aktivitäten von CEBS, CESR und CEIOPS ohnehin – und zwar auf nationaler Ebene – angefallen wären und sich im Vergleich zu den rein nationalen Kosten der Aufsicht immer noch in einem sehr überschaubaren Rahmen bewegen.

Insgesamt ist sicherzustellen, dass die Level-3-Ausschüsse eine ausreichende Finanzierung besitzen, um ihren wichtigen und anspruchsvollen Aufgaben gerecht zu werden. Da sich zunehmend eine begrüßenswerte Praxis entwickelt, den Vorsitzenden der Ausschüsse für die jeweilige Amtszeit von seinen Aufgaben innerhalb der nationalen Aufsichtsbehörde freizustellen, könnte eine angemessene Finanzierung der Ausschüsse auch eine entsprechende Ausgleichszahlung an die jeweilige nationale Aufsichtsbehörde einschließen.

- Der Bankenverband sieht keine Notwendigkeit für eine Beteiligung der EU an den Kosten der Level-3-Ausschüsse.
- Eine ausreichende Finanzierung der Level-3-Ausschüsse ist sicherzustellen.

5.3. Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden außerhalb der EU

Die Zusammenarbeit der EU-Aufsichtsbehörden hat – ungeachtet des Verbesserungsbedarfs in verschiedenen Einzelpunkten – in den letzten Jahren und mit der Gründung der Level-3-Ausschüsse, des FSF sowie im ohnehin schon bestehenden Rahmen des Baseler Ausschusses und der IOSCO erhebliche Fortschritte gemacht. Angesichts der fortschreitenden Integration im EU-Finanzmarkt und der kontinuierlichen Harmonisierung aufsichtsrechtlicher Vorschriften ist diese Entwicklung folgerichtig. Das Grundprinzip, dass die Aufsichtsstruktur den Entwicklungen in den (zunehmend integrierten) Bankmärkten und der unternehmensinternen Organisation in Banken(gruppen), insbesondere hinsichtlich des Risikomanagements, folgen muss, macht nicht vor den Grenzen der EU Halt. Wichtige und stark mit dem EU-Finanzmarkt verzahnte Märkte liegen auch in anderen europäischen Staaten wie der Schweiz und im außereuropäischen Ausland (USA, Japan, Singapur etc.).

Gerade mit dem Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht und der IOSCO bestehen bereits Gremien, innerhalb derer sich Wertpapier- und Bankaufsichtsbehörden auf globaler Ebene austauschen, wobei dort – im Unterschied zu den Level-3-Ausschüssen der EU – die Erarbeitung von konkreten Regelwerken beziehungsweise Handlungsempfehlungen gegenüber einer Konvergenz der Aufsichtspraxis im Vordergrund steht. Diese wird jedoch vielfach schon durch freiwillig gebildete Colleges of Supervisors auf globaler Ebene befördert. Es sollte eine kritische Bestandsaufnahme der Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden auf globaler Ebene vorgenommen und geprüft werden, wie die Kooperation verbessert werden kann. Dazu bieten sich sowohl globale Gremien, erweiterte Colleges of Supervisors sowie bilaterale Beziehungen der Aufsichtsbehörden an.

- Entsprechend dem Prinzip, dass die Aufsichtsstruktur den Entwicklungen in den (zunehmend integrierten) Bankmärkten und der unternehmensinternen Organisation in Banken(gruppen), insbesondere hinsichtlich des Risikomanagements, folgen muss, ist auch die Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden auf globaler Ebene zu intensivieren.
- Es sollte eine kritische Bestandsaufnahme der Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden auf dieser Ebene vorgenommen und geprüft werden, wie die Kooperation verbessert werden kann. Dazu bieten sich sowohl globale Gremien (Baseler Ausschuss, IOSCO), erweiterte Colleges of Supervisors sowie bilaterale Beziehungen der Aufsichtsbehörden an.

6. Rating-Agenturen

Sachstand

Das Thema „Rating-Agenturen“ wird im Zusammenhang mit den Finanzmarkturbulenzen in verschiedenen internationalen und nationalen Gremien behandelt. Zu nennen sind insbesondere das Forum für Finanzmarktstabilität (FSF), IOSCO, CESR und die SEC. Auf der politischen Ebene befassen sich neben den nationalen Parlamenten die EU-Kommission und das Europäische Parlament mit der Problematik. Dabei gilt es herauszufinden, welche Rolle die Rating-Agenturen beim Entstehen der Finanzmarktkrise gespielt haben und welche Maßnahmen bei den Rating-Agenturen selbst sowie hinsichtlich des Zusammenwirkens von Emittenten, Investoren und Rating-Agenturen im Bereich der strukturierten Finanzierungen notwendig und sinnvoll sind, um künftig derartige Turbulenzen zu vermeiden. In diesem Zusammenhang werden vielfältige Aspekte untersucht. Dazu gehören unter anderem:

- Unabhängigkeit der Ratings,
- Interessenkonflikte im Bereich strukturierter Finanzierungen,
- potenzielle Interessenkonflikte als Folge der Bezahlung der Agenturen durch die Emittenten,
- Governance-Strukturen innerhalb der Agenturen,
- Qualität der Mitarbeiter,
- Qualität der Methoden,
- Informationsstand der Agenturen beim Rating,
- Reaktion der Agenturen auf grundlegende Abweichungen von tatsächlichen Ausfällen im Vergleich zu den Ratings,
- Aussagegehalt von Ratings,
- Transparenz der Rating-Agenturen.

Derzeit liegen noch keine Ergebnisse vor. Jedoch wird von Seiten der Aufsichtsbehörden, der EU-Kommission und insbesondere der Politik Druck auf die Agenturen ausgeübt, konkrete Verbesserungsvorschläge vorzulegen und durch interne Maßnahmen Schwachstellen nachweislich zu beseitigen. Im Communiqué anlässlich des Treffens der Staats- und Regierungschefs Deutschlands, Frankreichs, Großbritanniens, Italiens und des EU-Kommissionspräsidenten in London heißt es: „... we call for improvements in the

information content of credit ratings to increase investors' understanding of the risks associated with structured products, and for action to address potential conflicts of interest for rating agencies. While preferring market-led solutions, such as the amendment of the IOSCO code of conduct, if market participants prove unable or unwilling to rapidly address these issues we stand ready to consider regulatory alternatives.“

Die EU-Kommission hatte bereits im Frühjahr 2007 CESR aufgefordert, einen Bericht über Ratings von strukturierten Finanzierungen zu erstellen. Diese Aufforderung wurde im September 2007 konkretisiert und um folgende Fragen erweitert:

- Transparenz der Rating-Methodik,
- Umfang und Qualität der Mitarbeiter in Rating-Agenturen,
- regelmäßige Überwachung der Ratings und Aktualität von Ratingaktionen,
- mögliche Interessenkonflikte (z. B. Gehaltsstrukturen bei Rating-Agenturen).

Der Bericht von CESR soll bis Ende April 2008 fertig gestellt sein und bis Mitte Mai der EU-Kommission vorgelegt werden. CESR hat die Rating-Agenturen im November 2007 umfassend befragt und Mitte Februar ein Konsultationsverfahren eingeleitet, das bis Ende März 2008 laufen soll. IOSCO und CESR arbeiten (auch personell) eng zusammen. Auch zwischen CESR und der SEC gibt es eine Zusammenarbeit, die es bis dato in diesem Umfang noch nicht gegeben hat. Das FSF wird in seinem Bericht an den IWF im April auch das Thema „Rating-Agenturen“ behandeln. Außerdem hat die Kommission der Expertengruppe Europäische Wertpapiermärkte (ESME) einen ausführlichen Fragenkatalog vorgelegt. ESME soll seine Ergebnisse bis Ende Mai 2008 der Kommission zuleiten.

6.1. Rolle der Rating-Agenturen und die Nutzung der Ratings durch die Banken

Die Rating-Agenturen spielen an den Finanzmärkten eine bedeutsame Rolle. Das Rating hilft, Schuldtitel unterschiedlicher Herkunft und Struktur mit Blick auf die Ausfallrisiken vergleichbar zu machen. Dadurch wird es Investoren erleichtert, Anlagen in vielfältigen Wertpapieren zu tätigen. Auf der anderen Seite können die Emittenten ihre Schuldverschreibungen einer größeren Zahl von Investoren anbieten. Dadurch werden die Kapitalmärkte breiter und tiefer und insgesamt effizienter. Die Banken sind zugleich Emittenten, Investoren und Arrangeure von Wertpapier-Emissionen; für sie haben Ratings eine hohe Bedeutung.

Bei strukturierten Wertpapieren hat das Rating der Rating-Agenturen ein größeres Gewicht als bei „normalen“, das heißt nicht besicherten Anleihe-Emissionen von Staaten, Unternehmen und Finanzinstituten. Der Markt für strukturierte Emissionen kann letztlich nur funktionieren, wenn die Risikoeinschätzung der verbrieften Portefeuilles und dementsprechend die Rating-Kategorien für die verschiedenen Tranchen einer Emission durch die Rating-Agenturen zutreffend ist und wenn bei den Marktteilnehmern ein hoher Grad an Vertrauen in die dauerhafte Zuverlässigkeit dieser Ratings besteht. Dieses Vertrauen wurde, insbesondere bei Verbriefungen von Hypothekendarlehen, nachhaltig beschädigt; das war der Ausgangspunkt der aktuellen Turbulenzen. Neben der unzureichenden Regulierung des US-amerikanischen Hypothekenmarktes haben nicht zuletzt Schwächen bei den Rating-Methoden und im Rating-Prozess, insbesondere bei der Überprüfung bestehender Ratings, zu dieser Entwicklung beigetragen.

Die Strukturierung von Portfolios wurde größtenteils von Banken durchgeführt. Kreditinstitute gehören auch zu den größten Investorengruppen von ABS, und dies in einem nicht geringen Umfang über Tochtergesellschaften, die außerhalb der Bilanz gehalten wurden. Die Banken haben folglich in großem Stil die Ratings der Agenturen genutzt und sind vom Vertrauensverlust in die Risikoeinschätzung von Portfolios im Zusammenhang mit Hypothekenkrediten massiv betroffen.

Position des Bankenverbandes

Die Rating-Agenturen haben die Finanzmarkturbulenzen ohne Zweifel nicht ausgelöst; sie haben jedoch wesentlich zu deren Entwicklung beigetragen. Wegen der herausragenden Bedeutung der Ratings müssen die Rating-Agenturen auf die Vertrauensein-

bußen reagieren, wenn das Produkt „Verbriefung“ nicht nachhaltig Schaden nehmen und die prinzipiell positiven Wirkungen eines Marktes für strukturierte Finanzierungen auch künftig dauerhaft zur Wirkung kommen sollen. Selbstverständlich müssen auch Emittenten und Investoren ihr Verhalten überdenken. Dies ist Gegenstand anderer Überlegungen. Jedoch haben die Qualität der Ratings strukturierter Produkte und ihre uneingeschränkte Akzeptanz am Markt eine zentrale Bedeutung.

Deshalb sind die Rating-Agenturen gefordert, alles zu unternehmen, um etwaige Zweifel an den Ratings und an ihrem Zustandekommen zu beseitigen. Das liegt im Übrigen in ihrem Interesse, weil das Rating strukturierter Produkte bis Mitte 2007 einen beachtlichen Teil ihrer Einnahmen (ca. 50 %) ausmachte und diese Einnahmen stark geschrumpft sind. Dabei geht es nicht nur um Modellanpassungen, sondern um eine grundlegende Überprüfung der wesentlichen Elemente des gesamten Geschäftsmodells der Rating-Agenturen.

Darüber hinaus ist es sinnvoll und notwendig, dass sich die Regierungen, internationale Gremien, die EU-Kommission und die Aufsichtsbehörden intensiv mit allen Aspekten befassen, die mit Blick auf das Verhalten der Rating-Agenturen relevant sind und, soweit Bedarf besteht, Anpassungen am regulatorischen Regelwerk vornehmen.

Ziel der Anpassungsbemühungen innerhalb der Agenturen und etwaiger Regulierungen muss es sein, das Rating strukturierter Produkte in seiner Funktion zu stabilisieren und damit einen dauerhaft funktionsfähigen Markt für verbrieftete Produkte zu sichern.

- Die Rating-Agenturen haben die Finanzmarkturbulenzen nicht ausgelöst; sie haben jedoch erheblich zu deren Entwicklung beigetragen. Sie tragen außerdem eine wesentliche Verantwortung für die Funktionsfähigkeit des Verbriefungsmarktes. Auf die Vertrauenseinbußen müssen sie mit einer Anpassung ihrer Methoden und der internen Abläufe reagieren, damit die positiven Wirkungen eines Marktes für strukturierte Finanzierungen auch künftig dauerhaft zur Wirkung kommen.
- Deshalb ist es richtig, dass sich die Regierungen, internationale Gremien, die EU-Kommission und die Aufsichtsbehörden intensiv mit allen Aspekten befassen, die mit Blick auf das Verhalten der Rating-Agenturen relevant sind.

6.2. Verhaltenskodex oder gesetzliche Regulierung der Rating-Agenturen?

Sachstand

Im Dezember 2004 veröffentlichte die IOSCO ihre „Fundamentals of a Code of Conduct for Credit Rating Agencies“. Dieser Code beschreibt Vorkehrungen, die Rating-Agenturen in ihre eigenen Codes einarbeiten sollten, um mögliche Probleme im Zusammenhang mit Interessenkonflikten, der Integrität und Unabhängigkeit der Ratings und des Umgangs mit Emittenten und Investoren zu vermeiden oder zu begrenzen. Die Rating-Agenturen müssen öffentlich darlegen, inwieweit sie in ihren Codes die Fundamentals eingearbeitet haben und etwaige Abweichungen begründen („comply or explain“).

In der EU wurde dieses Verfahren übernommen. CESR führt ein regelmäßiges Monitoring durch. Die EU-Kommission hatte im Jahr 2006 beschlossen, zunächst keine weiteren regulatorischen Maßnahmen mit Blick auf die Rating-Agenturen zu veranlassen, soweit sich keine Erkenntnisse ergeben, die eine Änderung dieser Position notwendig machen.

Alle Rating-Agenturen, die am Markt für strukturierte Finanzprodukte eine Rolle spielen, haben zudem in Europa den Rang von „External Credit Assessment Institutions (ECAIs)“ erhalten und unterliegen insoweit auch einer Überprüfung durch eine Aufsichtsbehörde. Die Anerkennung kann zurückgezogen werden, wenn die Anforderungen an die ECAIs aus der CRD nicht mehr erfüllt sind.

In den USA werden nach Verabschiedung des Credit Rating Agencies Reform Act of 2006 und der Final Rule der SEC betreffend „Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations“ (NRSRO) Rating-Agenturen formell als NRSRO anerkannt und registriert, wenn sie die von der SEC geforderten Voraussetzungen erfüllen. Allerdings regelt der Reform Act, dass die SEC „may not regulate the substance of credit ratings or the procedures and methodologies by which a NRSRO determines credit ratings“. Die Regeln der SEC enthalten viele der IOSCO-Code Fundamentals (Vertraulichkeit, Interessenkonflikte u. a.).

Position des Bankenverbandes

Mit gutem Grund enthalten die bestehenden Regeln keine straffe Regulierung von Rating-Agenturen. Die Tätigkeit der Agenturen besteht in der Analyse von Staaten, Unternehmen beziehungsweise bestimmter Finanzprodukte sowie der Einschätzung von

Ausfallrisiken für Schuldverschreibungen auf der Basis dieser Analysen. Diese Form von Aktivitäten entzieht sich bis zu einem gewissen Grade einer engen Regulierung, wie zum Beispiel bei den Banken. Gleichwohl hat sich gezeigt, dass es notwendig und sinnvoll ist, den Rating-Agenturen auch von öffentlichen Stellen bestimmte Regeln vorzugeben. Dies ergibt sich im Wesentlichen daraus, dass das Erstellen von Ratings und deren Vermarktung nicht frei von Fehlverhalten seitens der Agenturen sein kann, die Geschäftspartner der Agenturen – nicht zuletzt wegen der Wettbewerbsverhältnisse am Rating-Markt – nicht immer fehlerfreies Verhalten erzwingen können und dass öffentliche Stellen die Ratings zunehmend für eigene Zwecke nutzen.

Das auf internationaler Ebene bestehende gegenwärtige System von Codes trägt auch dem Tatbestand Rechnung, dass wegen der globalen Funktion von Ratings der großen Agenturen letztlich nur international abgestimmte Regeln sinnvoll sind, die zugleich nationale oder regionale Besonderheiten angemessen berücksichtigen. Strenge umfassende und international vereinbarte Regulierungen lassen sich schwer durchsetzen und bergen das Risiko, dass diese Regeln regional sehr unterschiedlich gelebt und damit die Regulierungsziele verfehlt werden.

Dieses System hat sich bislang bewährt, was Verbesserungen in Einzelfällen nicht ausschließt. Auch die derzeitigen Finanzmarkturbulenzen sind kein Argument, von diesem Grundkonzept abzugehen. Denn sie sind nicht darauf zurückzuführen, dass die Agenturen bestimmte Vorschriften des IOSCO-Code oder ihrer internen Codes massiv missachtet haben. Jedoch ist es sinnvoll, im Lichte der Erfahrungen aus der Subprime-Krise Anpassungen an den Codes vorzunehmen.

- Das bisherige System auf der Basis des IOSCO-Code hat sich bewährt; eine weitergehende Regulierung ist auch nach den Erfahrungen der Finanzmarkturbulenzen nicht erforderlich. Diese wären durch eine straffere Regulierung oder eine Registrierung der Rating-Agenturen kaum verhindert worden.
- Jedoch ist es sinnvoll, im Lichte der Erfahrungen aus der Subprime-Krise Anpassungen am IOSCO-Code und an den individuellen Codes der Rating-Agenturen vorzunehmen.

6.3. Einhaltung des IOSCO-Code of Conduct durch die Rating-Agenturen

Die Aufsichtsbehörden hatten bislang bei ihren Überprüfungen des Verhaltens der Rating-Agenturen keine wesentlichen Abweichungen der individuellen Codes von den IOSCO Code of Conduct Fundamentals festgestellt. Bis zum Ausbruch der Finanzmarkt-turbulenzen wurde deshalb weder die Notwendigkeit einer Anpassung des IOSCO-Code gesehen noch gab es Anlass, das grundsätzliche Prinzip des „comply or explain“ in Frage zu stellen.

An der Grundsatzposition hat sich – zumindest bei den europäischen Wertpapierauf-sehern – auch nach dem Sommer 2007 prinzipiell nichts geändert. In seinem Konsultations-papier vom 13. Februar 2008 stellt CESR erneut fest, dass das Verhalten der Rating-Agenturen insgesamt weitgehend den Vorgaben des Code entspricht. Außerdem decke der IOSCO-Code viele der Fragen, die sich im Zusammenhang mit dem Rating von strukturierten Finanzierungen stellen, ab, wenn auch nicht in jeder Hinsicht befriedigend. Die Aufseher tendieren weiterhin dazu, das Comply-or-explain-Prinzip beizubehalten.

Diese Grundsatzposition entspricht auch der Haltung der privaten Banken. Das Verhältnis zwischen Rating-Agenturen und Emittenten beziehungsweise Investoren ist nach Verab-schiedung des IOSCO-Code eindeutig besser geworden. So werden Änderungen von methodischen Ansätzen seitens der Agenturen vielfach mit den Marktteilnehmern dis-kutiert. Dennoch sind Verbesserungen möglich (z. B. hinsichtlich der Rückäußerungs-fristen für Emittenten bei Ratings oder Rating-Änderungen oder des Spielraums zur Korrektur sachlicher Fehler in Rating-Berichten).

Deshalb sollten sich die Überlegungen hinsichtlich der Rating-Agenturen auf notwendige Anpassungen des IOSCO-Code konzentrieren, mit dem Ziel, die Fundamentals, dort, wo es erforderlich ist, klarer und präziser zu fassen sowie um Vorgaben zu ergänzen, die speziell die Anforderungen aus dem Rating strukturierter Finanzierungen berücksichtigen.

CESR konzentriert sich in diesem Zusammenhang auf folgende Fragekomplexe:

- Sicherung einer angemessenen Transparenz
 - Aussagefähigkeit von Ratings,
 - generelle Rating-Methodik bei strukturierten Finanzierungen,
 - methodische Details bei individuellen Ratings strukturierter Finanzprodukte.

- Verbesserung der Überwachung (Monitoring) von Ratings strukturierter Finanzprodukte.
- Ausstattung der Rating-Agenturen mit qualifiziertem Personal
 - Zahl und Qualifikation der Analysten,
 - Anpassung der fachlichen Anforderungen von Rating-Analysten (Ausbildung, Berufserfahrung) an die dynamische Entwicklung an den Finanzmärkten,
 - Entgeltsystem innerhalb von Rating-Agenturen mit Blick auf die Sicherung der Entscheidungsunabhängigkeit der Rating-Analysten.
- Eindämmung von Interessenkonflikten
 - Ausmaß des Zusammenwirkens von Emittenten und Rating-Agenturen bei der Erstellung von Ratings strukturierter Finanzprodukte,
 - angemessene Transparenz über die Form dieses Zusammenwirkens beziehungsweise klare Definitionen akzeptabler Verhaltensweisen,
 - Transparenz auf Seiten der Rating-Agenturen hinsichtlich ihrer Definition von Kerngeschäft und Beratungstätigkeit,
 - mögliche Interessenkonflikte durch die Gebührenmodelle der Rating-Agenturen bei strukturierten Finanzprodukten und deren angemessene Behandlung,
 - Offenlegung von Gebührenstrukturen und -praktiken durch die Rating-Agenturen.

Die IOSCO hat am 26. März Vorschläge zur Anpassung der IOSCO Code of Conduct Fundamentals vorgelegt. Diese Ergänzungen sehen unter anderem vor: Verbesserungen der Qualität der Ratings als auch der Transparenz gegenüber Investoren, Reduzierung von Interessenkonflikten bei der Durchführung von Ratings strukturierter Finanzprodukte und im Personalbereich sowie klare Abgrenzungen zwischen Rating-Aktivitäten und Nebentätigkeiten.

Von Seiten der Rating-Agenturen selbst gibt es ebenfalls Überlegungen; Standard & Poor's hat einen konkreten Maßnahmenkatalog angekündigt. Dieser betrifft die Unabhängigkeit des Rating-Prozesses mit Blick auf die Vermeidung von Interessenkonflikten, die Qualität der Ratings (stetige Überprüfung von Rating-Kriterien, Trennung zwischen den Teams, die erstmalige Ratings durchführen und solchen, die bestehende Ratings überwachen, regelmäßige Fortbildung für Analysten) und die Transparenz der Ratings (zentrale Verwahrstelle für Rating-Performance-Studien, größere Transparenz gegenüber Aufsichtsbehörden mit Blick auf die Rating-Performance, klarere Darstellung der Eigenschaften und Grenzen von

Ratings, Aktivitäten zur Verbesserung des Informationsstandes von Investoren). Das sind positiv zu wertende Überlegungen. Sie dürften freilich nicht ausreichen; das gilt insbesondere mit Blick auf die Transparenz der Methodik beziehungsweise der Änderung von Methoden.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind zu den einzelnen Punkten folgende grundsätzliche Überlegungen möglich:

- **Sicherung einer angemessenen Transparenz.** Da Ratings lediglich Aussagen über Ausfallwahrscheinlichkeiten sind, müssen die Rating-Agenturen zusätzliche Informationen bereitstellen, damit die Investoren sachgerechte Anlageentscheidungen unter Berücksichtigung risikorelevanter Tatbestände treffen können. Generell hat sich die Transparenz auf Seiten der Rating-Agenturen mit Blick auf ihre Methodik in den vergangenen Jahren verbessert. Die den Ratings strukturierter Finanzierungen zugrunde liegenden Modelle waren verfügbar und wurden von den Arrangeuren genutzt. Verbesserungen sind jedoch erforderlich hinsichtlich detaillierter methodischer Fragen. Dazu gehören die der Berechnung von Ausfallwahrscheinlichkeiten zugrunde liegenden Annahmen, die unterstellten Korrelationen zwischen den Bestandteilen der verbrieften Portfolios, die durchgeführten Stress-Tests, die speziellen Risiken der einzelnen Tranchen in Abhängigkeit von der Tranchendicke, bestimmten Marktentwicklungen oder unerwarteten Ausfällen bei den verbrieften Assets. Dadurch ließe sich unter Umständen die Intensität des Zusammenwirkens von Emittenten und Rating-Agenturen reduzieren.

Hierbei geht es nicht nur um rein methodische Verbesserungen, sondern um eine passende Verknüpfung von quantitativen Modellannahmen und einer umfassenderen gesamtwirtschaftlichen und spezifischen Marktanalyse; die Beobachtung von Ausfallentwicklungen alleine reicht nicht aus. Die Subprime-Krise zeichnete sich schon ab, bevor die Ausfälle der 2006er „Vintages“ als außergewöhnlich erkennbar wurden.

Bedeutsam wäre auch eine verbesserte Transparenz darüber, wann Methodenänderungen vorgenommen werden und unter welchen Bedingungen solche Anpassungen auch bestehende Ratings berühren. Das erleichterte es Investoren und Emittenten, das Risiko bevorstehender Ratingänderungen besser abzuschätzen.

- **Verbesserung der Überwachung (Monitoring) von Ratings strukturierter Finanzprodukte.** Hier besteht eindeutig Verbesserungsbedarf (s. auch Überlegungen auf Seiten der Rating-Agenturen). Ziel sollte sein, massenhafte Herabstufungen von

Produkten um mehrere „notches“ möglichst zu vermeiden, weil dies unter Umständen ganze Asset-Klassen in Mitleidenschaft ziehen kann. Überlegungen in diese Richtung müssen einerseits methodische Fragen (die vom Grundsatz her jedoch nicht in den IOSCO-Code gehören), andererseits die personelle Ausstattung der Agenturen mit Analysten und angemessene organisatorische Vorkehrungen ansprechen (siehe nächster Punkt).

- **Ausstattung der Rating-Agenturen mit qualifiziertem Personal.** Von einigen Marktteilnehmern war schon im Vorfeld der Finanzmarkturbulenzen die Personalausstattung der Agenturen kritisch betrachtet worden, nicht zuletzt bedingt durch die zum Teil recht hohe Personalfuktuation. Von daher ist es zwingend notwendig, eine angemessene Personalausstattung hinsichtlich Zahl und Qualifikation der Analysten und Fortbildung einzufordern. Hierbei spielt auch das Entgeltsystem eine wichtige Rolle.
- **Eindämmung von Interessenkonflikten.** Die Eindämmung potenzieller Interessenkonflikte ist speziell bei strukturierten Finanzierungen ein wichtiges und zugleich komplexes Thema, das längst nicht nur das Verhältnis zwischen Emittenten und Rating-Agenturen betrifft. Zugleich ist dies eines der Kernthemen des IOSCO-Code. Deshalb sind auf diesem Gebiet Anpassungen am Code, der keine speziellen Abschnitte für das Rating strukturierter Finanzprodukte hat, zwingend erforderlich.

Hinsichtlich des **Zusammenwirkens von Emittenten und Rating-Agenturen bei der Erstellung von Ratings strukturierter Finanzprodukte** muss eine Balance gefunden werden. Das Rating dieser Produkte ist stets ein iterativer Prozess. Das gilt vor allem bei innovativen Konstruktionen. Insofern kann sinnvoller Weise ein bestimmter Abstimmungsprozess nicht unterbunden werden. Emittenten müssen Informationen über die Rating-Konsequenzen einzelner Portfoliostrukturen beziehungsweise Tranchierungen bekommen, bevor sie eine endgültige Entscheidung über ihr künftiges Produkt fällen. Dementsprechend gilt es darzustellen, welche Informationen von Rating-Agenturen geboten werden können, ohne dass dies als Beratung einzustufen ist. Das sollte im IOSCO-Code und – nachfolgend – in den individuellen Codes der Agenturen festgelegt werden. Generell wäre es hilfreich, wenn die Rating-Agenturen klarlegen, was sie als ihr Kerngeschäft (Rating) und als sonstige Tätigkeiten betrachten.

Die **Gebührenmodelle** der Agenturen für strukturierte Finanzierungen (hohes Fixum für erstmaliges Rating einer Emission und variabler Teil für spezielle Anforderungen und Überwachung) können theoretisch Interessenkonflikte hervorrufen. Andererseits stehen dem – insbesondere nach den Erfahrungen der Finanzmarkturbulenzen –

Reputationsrisiken für die Agenturen entgegen. Dennoch könnte es sich anbieten, das Thema in einem angepassten IOSCO-Code zu behandeln (ohne in die Unabhängigkeit der Agenturen hinsichtlich ihrer Preisgestaltung einzugreifen). Damit verbunden wäre auch eine größere Transparenz. Es bliebe dann den Marktteilnehmern überlassen, Konsequenzen zu ziehen.

- Verbesserung der Rating-Methodik durch stärkere Berücksichtigung vorausschauender gesamtwirtschaftlicher Indikatoren und qualitativer Aspekten.
- Sicherung einer angemessenen Transparenz: Verbesserungsfähig ist die Information über detaillierte methodische Fragen und darüber, wann Methodenänderungen vorgenommen werden und unter welchen Bedingungen solche Anpassungen auch bestehende Ratings berühren. Entsprechende Vorgaben könnten in den IOSCO-Code aufgenommen werden.
- Verbesserungen hinsichtlich des Monitorings müssen methodische Fragen, aber auch die personelle Ausstattung der Agenturen und angemessene organisatorische Vorkehrungen mit einbeziehen.
- Eine angemessene Ausstattung der Rating-Agenturen mit qualifiziertem Personal ist zwingend notwendig, um das Vertrauen der Märkte in die Qualität und Objektivität der Ratings zu sichern. Dementsprechend sind im IOSCO die Anforderungen genauer zu fassen.
- Zur Eindämmung von Interessenkonflikten sind Anpassungen am IOSCO-Code geboten. Dabei muss hinsichtlich des Zusammenwirkens von Emittenten und Rating-Agenturen eine Balance gefunden werden, da das Rating dieser Produkte ein iterativer Prozess ist. Mit Blick auf die Abgrenzung zwischen Rating und Beratung beziehungsweise Nebentätigkeiten sind klarere Vorgaben erforderlich.

7. Hedge-Fonds

7.1. Rolle der Hedge-Fonds und ihre potenziellen Systemrisiken

Hedge-Fonds sind im Verlauf der letzten Jahre zu einem bedeutsamen Teilnehmer an den internationalen Finanzmärkten herangewachsen und leisten einen bedeutenden Beitrag zu einer effizienten Kapital- und Risikoallokation. Die geschätzten 9.000 Hedge-Fonds verwalten ein Vermögen von annähernd 1,5 Bill \$. Dies entspricht etwa einem Prozent der an den internationalen Finanzmärkten verfügbaren Vermögenswerte. Berücksichtigt man zusätzlich, dass Hedge-Fonds häufig bei Banken Kredite aufnehmen und Derivate einsetzen, um das Anlagevolumen zu hebeln und damit ihre Gewinnchancen zu vergrößern („Leverage“), so dürften sie tatsächlich etwa 3 % der weltweiten Aktiva an den Finanzmärkten kontrollieren.

Ihr Anteil an den Handelsumsätzen geht jedoch weit darüber hinaus. Hedge-Fonds haben deshalb einen starken Einfluss auf die Marktliquidität. Ein erheblicher Teil der Umsätze an den klassischen Finanzmärkten (Aktien, Anleihen und Devisen) geht auf ihr Konto. Allein bei den Aktien schwanken die Schätzungen zwischen 25 % und 50 % der Tagesumsätze. Ihr Anteil am Transaktionsvolumen festverzinslicher Wertpapiere am US-Markt wird auf 15 % geschätzt. Inzwischen spielen Hedge-Fonds aber auch eine wichtige Rolle in weniger liquiden Märkten, wie zum Beispiel dem für Kreditderivate. Hier wird der Marktanteil der Hedge-Fonds auf 58 % geschätzt, bei High-Yield-Bonds auf 25 % und im Markt für Not leidende Kredite auf 47 %.

Parallel zur wachsenden Bedeutung von Hedge-Fonds für die internationalen Finanzmärkte fand ein bemerkenswerter Wandel der Branche statt. Aus einem Anlagevehikel für sehr wohlhabende Privatpersonen hat sich ein Segment von Finanzdienstleistern entwickelt, in dem die Anzahl sehr großer Hedge-Fonds zugenommen hat und zugleich die Bedeutung institutioneller Investoren gewachsen ist. Damit hat sich auch die Einstellung der Hedge-Fonds hinsichtlich einer größeren Transparenz verändert. Diese Tendenz wird zudem dadurch gestützt, dass inzwischen die ersten großen Hedge-Fonds Kapital an den Finanzmärkten aufgenommen haben und demzufolge die dortigen Offenlegungspflichten befolgen müssen. Gleichzeitig hat sich durch eine Verbesserung des Risikomanagements und der operationalen Infrastruktur in den größeren Hedge-Fonds das operationale Risiko verringert.

Potenzielle Risiken

Hedge-Fonds verbessern jedoch nicht nur die Markteffizienz. Mit ihren Aktivitäten sind potenziell auch Risiken verbunden. Leider wird in der öffentlichen Diskussion um Hedge-Fonds bisweilen wenig differenziert, worin diese Risiken bestehen. Grundsätzlich sind drei Risikokategorien voneinander zu trennen:

1. die internationale Finanzstabilität,
2. die Marktintegrität und der Anlegerschutz und
3. der Einfluss von Hedge-Fonds auf die Corporate Governance.

Mit der gestiegenen Bedeutung der Hedge-Fonds ist die Besorgnis gewachsen, dass die Schieflage eines Hedge-Fonds die Funktionsfähigkeit des internationalen Finanzsystems insgesamt beeinträchtigen, auf andere Marktteilnehmer übergreifen und schließlich eine internationale Finanzmarktkrise auslösen könnte. Solche systemischen Risiken können aus zwei Gründen entstehen:

- Zum einen kann die Schieflage eines großen Hedge-Fonds oder mehrerer mittelgroßer Hedge-Fonds die mit diesen in Geschäftsbeziehung stehende Kreditinstitute direkt belasten und auch dort zu einer Schieflage führen. Daraus könnte unter Umständen eine ernst zu nehmende internationale Marktstörung entstehen.
- Zum anderen kann die gleichzeitige Auflösung von Risikopositionen in wenig liquiden Märkten deren Funktionsfähigkeit gefährden. Die Verringerung oder gar das Versiegen der Marktliquidität kann andere Marktteilnehmer, vor allem wenn sie ähnliche Positionen halten wie Hedge-Fonds, in Mitleidenschaft ziehen und so eine Marktstörung auslösen.

Die Gefahr solcher systemischer Risiken steigt dadurch, dass Hedge-Fonds häufig bei Banken zusätzlich Kredite aufnehmen und Derivate einsetzen. Der mit diesem Leverage verbundene Anstieg der Risiken wird vielfach mit Sorge betrachtet, weil Hedge-Fonds anders als andere systemisch relevanten Finanzmarktakteure, wie etwa Banken, keiner geregelten Aufsicht unterliegen. Damit ist weder für die Marktteilnehmer noch für die Aufsichtsbehörden erkennbar, ob aus der Tätigkeit der Hedge-Fonds systemgefährdende Risiken entstehen.

7.2. Transparenz der Hedge-Fonds erhöhen

Die dauerhafte Sicherung der Finanzstabilität setzt zweifelsohne eine ausreichende Transparenz hinsichtlich des Ausmaßes und der Verteilung von Finanzrisiken voraus. Mit dem wachsenden Anteil des Geschäftsvolumens von Marktteilnehmern, die keiner oder einer eingeschränkten Regulierung unterliegen, wird dies jedoch immer schwieriger. Vor diesem Hintergrund sind Forderungen nach einer größeren Transparenz der Hedge-Fonds berechtigt. Bislang konnte allerdings noch kein Konsens darüber erzielt werden, auf welchem Weg dies erreicht werden könnte. Das hängt auch damit zusammen, dass bei der Beantwortung der Frage, wer gegenüber wem zu welcher Form von Transparenz verpflichtet ist, drei Ebenen voneinander zu unterscheiden sind, die in der öffentlichen Diskussion nicht immer hinreichend voneinander getrennt werden.

- Zunächst ist Transparenz eine Grundvoraussetzung für jede fundierte Investitionsentscheidung. Investoren in Hedge-Fonds benötigen von diesen quantitative und qualitative Informationen über Strategien, Risikomanagement, Bewertungsmethoden, Qualifikation der Manager, Gebühren, mögliche Interessenkonflikte etc. Dieser Aspekt der Transparenz ist nicht spezifisch für Hedge-Fonds, sondern betrifft jede Form der Investition.
- Transparenz ist aber auch für die finanziellen Gegenparteien der Hedge-Fonds – wie zum Beispiel Prime Broker und Banken – von Bedeutung, damit diese die Risiken ihrer Kredit- und Handelspositionen richtig bewerten können. Sie benötigen daher, ähnlich wie die Investoren, vielfältige und detaillierte quantitative und qualitative Informationen auf einer kontinuierlichen Basis.
- Schließlich ist Transparenz auch auf der Marktebene – also für Aufsichtsbehörden und andere Marktteilnehmer – relevant. Nur bei ausreichender Transparenz können diese die Risiken, die von Hedge-Fonds für die Finanzstabilität ausgehen, bewerten. Mit öffentlich verfügbaren Informationen über Hedge-Fonds sollte deshalb das Bild der Branche klar konturiert werden. Solche Informationen könnten sowohl zur Verbesserung der allgemeinen Marktdisziplin beitragen, als auch die Überwachungsaufgaben der Aufsichtsbehörden erleichtern.

Es wird nicht bestritten, dass Hedge-Fonds ihre Investoren und finanziellen Gegenparteien mit einer ganzen Reihe von Informationen versorgen. Die politische Diskussion, vor allem aber auch die G7/G8-Initiative, konzentriert sich daher zu Recht auf die Transparenz auf der Marktebene. Informationen über die Hedge-Fonds-Branche als Ganze können – von den

Aufsichtsbehörden den Marktteilnehmern zur Verfügung gestellt – nämlich sehr wohl ein geeignetes Instrument zur Schärfung des Bewusstseins über Risiken und damit ein Katalysator zur Verbesserung der Marktdisziplin sein. Dabei spielt allerdings die Transparenz zwischen Hedge-Fonds und finanziellen Gegenparteien indirekt eine wichtige Rolle. Denn mit Hilfe der Informationen, über welche die Letzteren verfügen, könnten Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmer unter Umständen besser über die Aktivitäten von Hedge-Fonds informiert werden.

Niemand verfügt derzeit über eine Blaupause für einen angemessenen Umgang mit diesem bislang weitgehend unregulierten Teil der internationalen Finanzmärkte. Ein Erfolg wird sich nur auf der Basis einer internationalen Vereinbarung erreichen lassen. Dazu sollte behutsam Schritt für Schritt vorangegangen werden, um das systemische Risiko aus Hedge-Fonds-Aktivitäten zu begrenzen, ohne ihren Beitrag zu Liquidität und Risikoallokation im Finanzsystem infrage zu stellen.

1. Vorrang sollte die Schaffung eines zwar freiwilligen, aber verbindlichen Code of Conduct besitzen. Die im Januar 2008 von der Londoner Hedge Fund Working Group vorgelegten Hedge Fund Standards bilden hierfür eine geeignete Basis. Ergänzend sollte ein unabhängiger Monitoring-Prozess etabliert und Verstöße gegen den Code of Conduct publiziert werden.
2. Die Rating-Agenturen sollten zur Weiterentwicklung ihrer Rating-Modelle für Hedge-Fonds ermutigt werden. Dadurch würden die oben genannten Schritte in optimaler Weise und auf der Basis selbstregulatorischer Ansätze ergänzt.
3. Die Einsetzung einer internationalen Arbeitsgruppe wäre empfehlenswert, welche die bereits auf nationaler Ebene erhobenen und zur Beurteilung der potenziell von Hedge-Fonds ausgehenden systemischen Risiken geeigneten Daten zusammenträgt. Diese Arbeitsgruppe sollte auch die Möglichkeiten einer internationalen Harmonisierung dieser Erhebungen überprüfen. Diese darf jedoch nicht zu einer Verschärfung der Aufsichts- und Meldepflichten für die international tätigen Banken führen. Außerdem sollte stets überprüft werden, inwieweit zusätzliche Daten auch tatsächlich die Marktdisziplin nachhaltig verbessern können.
4. Gleichzeitig sollte ein regelmäßiger Informationsaustausch zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden in Gang gesetzt werden. Die nationalen Aufsichtsbehörden der G7/G8-Länder sollten zu diesem Zweck den Dialog mit den in ihrem Aufsichtsbereich ansässigen Hedge-Fonds und Hedge-Fonds-Managern ausbauen beziehungsweise beginnen und ihre Erkenntnisse in einen regelmäßigen Erfahrungsaustausch der Aufsichtsbehörden einbringen.