

# **Regulierung und Aufsicht vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise**

## **Positionspapier der Finanzplatz München Initiative (FPMI), Januar 2009**

Die seit einiger Zeit anhaltende Finanzmarktkrise hat vor allem durch den Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 eine dramatische Zuspitzung erfahren. Die in der Folge ergriffenen Sofortmaßnahmen zur Stabilisierung der Märkte und zur Wiederherstellung des gegenseitigen Vertrauens der Akteure waren notwendig und richtig. Nun muss es darum gehen, aus den Erfahrungen dieser Krise die richtigen Schlüsse zu ziehen, um Regulierung und Aufsicht in geeigneter Weise dauerhaft zu verbessern. Unter Berücksichtigung der bisherigen Gespräche auf nationaler und internationaler Ebene skizziert die FPMI im Nachfolgenden die aus ihrer Sicht wichtigsten Maßnahmen.

- **Bewertung / Rechnungslegung nach IFRS**

Funktionierende Kapitalmärkte setzen voraus, dass die Bilanzen der Unternehmen die von ihnen eingegangenen Risiken angemessen widerspiegeln. Deshalb ist die Offenlegung von Risiken wichtig und sollte im Interesse von Transparenz und Vergleichbarkeit weltweit einheitlich gehandhabt werden. Neben dem bisher eingeschränkten Ausweis der Engagements und deren Qualität führte die von Institut zu Institut und von Land zu Land sehr unterschiedliche Bewertung der Bestände zu einer erheblichen Unsicherheit am Markt.

Auch hat das „Fair-Value-Accounting“ bei der Bewertung illiquider Finanzinstrumente zu Anwendungsschwierigkeiten und in deren Folge nicht zu einer Verbesserung der Transparenz geführt. Infolge der Bewertung nach Marktwerten („Mark-to-Market-Bewertung“) kam es vielmehr dazu, dass innerhalb kürzester Zeit erheblicher Abschreibungsbedarf in den Portfolios der Finanzunternehmen auftrat; insbesondere dann, wenn für einzelne strukturierte Produkte kein realer Marktwert mehr, sondern nur noch Preise aus „Notverkäufen“ ermittelt werden konnten. Preise, die aus einer erzwungenen Liquidierung oder „Stress-Verkäufen“ resultieren, reflektieren nicht den fairen Wert. Entsprechende Markttransaktionen müssen deshalb nicht für eine Bewertung von Vermögenspositionen herangezogen werden. Stattdessen können solche illiquiden Instrumente, bei denen eine strikte Marktbewertung zu einem ökonomisch nicht mehr sinnvollen Wertansatz führen würde, auf Basis des Barwerts bewertet werden („Discounted-Cash-Flow-Bewertung“). Bei diesem Verfahren werden künftig zu erwartende Zahlungsströme bewertet und mittels risikoangepasster Zinssätze auf den Bewertungsstichtag abgezinst. Die verwendeten Bewertungsverfahren müssen dabei transparent sein. Die Qualität der Modelle wird mit „Best-Practice“-Leitlinien verbessert, um den tatsächlich vorhandenen Wert erfassen zu können. Außerdem ist es aufgrund der Änderung der Rechnungslegungsvorschrift IAS 39 nun möglich, Finanzinstrumente, die nunmehr dauerhaft gehalten werden sollen, unter bestimmten Voraussetzungen aus der Bewertung zum Fair-Value in die Kategorie zur Bewertung nach fortgeführten Anschaffungskosten umzuschichten (lediglich Derivate sind von dieser Umwidmungsmöglichkeit ausgenommen). Dadurch sollen weitere Ab-

schreibungen, die lediglich aus einem verminderten Marktwert resultieren und nicht Resultat einer nachhaltigen Bonitätsverschlechterung sind, vermieden werden, weil im Anlagebestand eine Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten (betrifft die IFRS-Kategorien Loans & Receivables sowie Held to Maturity) bzw. eine erfolgsneutrale Fair-Value-Bewertung (betrifft die IFRS-Kategorie Available for Sale) vorgenommen werden kann.

Die derzeitige Regelung des „Once-impaired-always-impaired“ für nach IFRS als „Available for Sale“ kategorisierte Eigenkapitalinstrumente führt zu einer Ungleichbehandlung von Eigenkapitalinstrumenten und Fremdkapitalinstrumenten und lässt sich sachlich nicht begründen. Nach dieser Vorschrift müssen alle Eigenkapitalinstrumente, die bereits einmal erfolgswirksam abgeschrieben wurden, bei jeder weiteren Wertminderung (Kursrückgang) ebenfalls erfolgswirksam abgeschrieben werden, unabhängig davon, ob der Kursrückgang als dauerhaft anzusehen ist. Da der Ergebnisausweis bei nur vorübergehenden Kursabschlägen gegen die im Rahmen der IFRS geforderte Transparenz des Abschlusses verstößt, sollte diese Regelung aufgehoben werden. Dies würde zugleich zu einer weiteren Angleichung von IFRS und US-GAAP führen.

Diese Regelungen müssen im Grundsatz für Banken und Versicherungsunternehmen gleichermaßen gelten und dabei den jeweiligen Besonderheiten der Branche Rechnung tragen, damit es nicht zu einer Wettbewerbsverzerrung kommt. Darüber hinaus sollten die nationalen Aufsichtsbehörden zusammen mit den „Level-3“-Behörden der EU die Entwicklung hin zu einer transparenteren, europaweit besser vergleichbaren Anwendung der IFRS-Regelungen unterstützen. Bestehende Differenzen zwischen den IFRS und den US-GAAP, die potenzielle Wettbewerbsnachteile für europäische Unternehmen mit sich bringen, müssen abgebaut werden. Außerdem darf es im Rahmen der Entwicklung der IFRS-Regelungen nicht zu einer Abweichung der EU in Form eines „Carve-outs“ kommen. Ein „Carve-out“ würde zu einem Abweichen von den vom IASB verabschiedeten IFRS und zu eigenständigen „EU-IFRS“ führen.

FPMI-Position in Kürze:

- Mehr Transparenz und Konsistenz bei der Bewertung illiquider Finanzinstrumente (Veröffentlichung der verwendeten Bewertungsverfahren) und in Bezug auf außerbilanzielle Zweckgesellschaften
- Überprüfung der Basel-II-Regelungen im Hinblick auf Kapitalanforderungen für nichtbilanzielle Positionen
- Einheitliche Handhabung bei der Offenlegung von Risiken
- Ökonomisch sinnvolle Adjustierung des „Fair-Value-Accountings“: Bei der Anwendung der schon heute zulässigen Modellbewertung (anstelle einer rein an Marktpreisen orientierten Bewertung) sind zwei wesentliche Fragestellungen zu klären:
  - o Adäquate Interpretation des Begriffs "aktiver Markt" als grundsätzliche Voraussetzung für die Modellbewertung
  - o Bestimmung des anzuwendenden Diskontierungszinssatzes
- Aufhebung der derzeitigen Regelung des „once-impaired-always-impaired“ für Eigenkapitalinstrumente, die nach IFRS als Available for Sale klassifiziert sind.

- Nach Möglichkeit keine Abweichung der EU von den international einheitlichen IFRS in Form eines „Carve-outs“

- **Finanzagentur GmbH: Verstoß gegen Subsidiaritätsprinzip**

Die Finanzmarktkrise ist aus Sicht vieler Banken vor allem eine Refinanzierungskrise. Unter Aspekten der Refinanzierung als kontraproduktiv erweist sich der derzeitige Werbeauftritt der Finanzagentur des Bundes: Mit der so genannten Tagesanleihe gibt die Bundesrepublik Deutschland ein neues Anlageprodukt für Privatkunden aus. Gegen deren Emission sowie die übergreifende Zielsetzung des Bundes, im Privatkundengeschäft verstärkt aktiv zu werden, sprechen im Wesentlichen folgende Gründe:

- Ordnungspolitische Aspekte:

Staatliche Verdrängung nicht-staatlicher Anbieter angesichts flächendeckender Versorgung der Bevölkerung mit Finanzdienstleistungen in Deutschland

- Wettbewerbliche Aspekte:

Finanzagentur verfügt über Kostenvorteile und wirbt indirekt mit der vermeintlich besseren Einlagensicherheit im Vergleich zu den Anlageprodukten der Geschäftsbanken

- Europarechtliche Aspekte:

Begünstigung der Finanzagentur GmbH durch staatliche Beihilfen

Der Bundesrechnungshof hat bereits 2005 in seinen Bemerkungen zur Haushaltsführung des Bundes zutreffend darauf hingewiesen, dass für die Fortführung und Ausweitung des Privatkundengeschäfts durch die Finanzagentur kein Bedarf bestehe, da diese Leistungen flächendeckend von Kreditinstituten angeboten würden.

Durch den Werbeauftritt der Finanzagentur wird gegenüber der Bevölkerung faktisch ein vollkommen falsches Signal gesetzt. Letztlich macht sich die Finanzagentur zu nutze, von der gegenwärtigen Finanzmarktkrise nicht tangiert zu sein und vollkommen sichere Anlageprodukte anbieten zu können. Hierdurch werden die in der Bevölkerung bestehenden Unsicherheiten oder gar Ängste über die Sicherheit und Stabilität des Bankensektors instrumentalisiert, um die eigenen Anlageprodukte besser vermarkten zu können. Aus Sicht der FPMI ist dies nicht akzeptabel.

- **Finanzaufsicht in Europa / Verbesserung der Aufsicht über grenzüberschreitend tätige Banken- und Versicherungsgruppen**

Die EU-Kommission schlägt vor, für Bankengruppen, die in mehreren EU-Mitgliedstaaten tätig sind, sog. Aufsichtskollegien (colleges of supervisors) einzurichten. Von dieser Neuregelung wären gegenwärtig die knapp 50 größten Bank- bzw. Finanzdienstleistungskonzerne betroffen. Diese wurden bislang jeweils von den nationalen Aufsichtsbehörden beaufsichtigt. Künftig sollen nach den Vorschlägen der EU-Kommission Kollegien aller beteiligten Aufsichtsbehörden unter dem Vorsitz der Aufsichtsbehörde des Landes, in dem

das Institut seinen Hauptsitz hat, eingerichtet werden. Die Einrichtung dieser Aufsichtskollegien erscheint grundsätzlich begrüßenswert. Allerdings müssen darin bei zentralen Themenstellungen (z.B. Fragen der Eigenkapitalunterlegung) gemeinsame Entscheidungen getroffen werden. Dabei können „Reibungsverluste“ und Verzögerungen nicht ausgeschlossen werden.

Was die Aufsicht über grenzüberschreitend tätige Versicherungsgruppen betrifft, so beinhaltet das geplante Konzept zur Reform der Solvenzregeln („Solvency II“) einen wichtigen Meilenstein in Richtung einer Verbesserung der Aufsichtsstrukturen. Kern von Solvency II ist neben einer stärker risikogewichteten Kapitalunterlegung (unter Berücksichtigung auch der Kapitalanlagerisiken) die Einführung einer Gruppenaufsicht für international aufgestellte Versicherungs- bzw. Finanzdienstleistungskonzerne. Hierbei erhält der Heimatlandaufseher („Lead Supervisor“ bzw. „Group Supervisor“) weitgehende Befugnis auch hinsichtlich der Auslandstöchter des von ihm beaufsichtigten Unternehmens.

Dies ist aus Sicht der FPMI unverzichtbarer Bestandteil der Solvency-II-Richtlinie: Die Gruppenbeaufsichtigung sollte künftig nicht mehr in Form einer ergänzenden, sondern einer konsolidierten Aufsicht erfolgen. Entscheidender Vorteil wäre, dass die Finanzinstitute einen zentralen Ansprechpartner in allen Aufsichtsfragen bekämen und damit die Aufsichtsstruktur auch der tatsächlichen Führung in den Unternehmen angepasst wäre. Für die in der EU ansässigen Versicherungsgruppen würde dieses Konzept zu einer deutlichen Verringerung von multiplem Reporting und anderen rein lokalen Anforderungen führen. Zudem führt es zu höherer Kapitaleffizienz, indem es ermöglicht, die klar nachweisbaren Diversifikationseffekte in Versicherungsgruppen zu realisieren.

- **Finanzmarktstabilität: Regulierung von Hedgefonds / Leerverkäufen**

In einem normalen Marktumfeld können Hedgefonds durchaus eine stabilisierende Funktion für die Kapitalmärkte erfüllen, indem sie u.a. durch Arbitragegeschäfte Gewinnchancen nutzen, die durch Marktunvollkommenheiten entstanden sind. Auf diese Weise senken sie die Volatilität und erhöhen die Liquidität auf den Märkten und sind für andere Marktteilnehmer ein wichtiger Partner für Risikotransfer und -diversifikation.

In außergewöhnlichen Marktsituationen allerdings können die Aktivitäten von Hedgefonds systemgefährdend wirken, bspw. im Falle einer gezielten Kursmanipulation. So ist es vorgekommen, dass Hedgefonds Gerüchte über Fehlbewertungen auf den Märkten selbst gestreut haben, um anschließend von fallenden Kursen zu profitieren. Ein ähnliches Problem ergibt sich für Finanzinstitute, bei denen in der Krise Liquiditätsengpässe vermutet werden. Solche Liquiditätsengpässe können auch bei an sich solventen Instituten auftreten, wenn die kurzfristige Refinanzierung ins Stocken gerät. Leerverkäufe können den Engpass verstärken, wenn sie durch Druck auf die Aktienkurse die Kapitalaufnahme erschweren. In diesen Fällen zeigen sich die systemischen Risiken von Leerverkäufen: Die Tatsache, dass selbst große Finanzinstitute plötzlich illiquide werden können, verursacht hohe Volatilität an den Börsen und lässt es äußerst schwierig werden, eine begonnene Abwärtsspirale zu stoppen.

Es bedarf daher einer dauerhaften Form der Regulierung auf internationaler Ebene, die die potenzielle positive Wirkung von Leerverkäufen nicht per se ausschließt, in Extremfällen aber keine trendverstärkende Manipulation zulässt. Sie könnte folgendes beinhalten:

- Generelles Verbot von „Naked Short Sells“ (ungedeckte Leerverkäufe)
- Konsequentes „Level-Playing-Field“, d.h. Aufsichtsregime wie bei Investmentfonds auch für Hedgefonds,
- Zwingende Eigenmittelunterlegung für Hedgefonds (Beschränkung des „Leverage“), angelehnt an Basel-II-Regelungen
- Verbesserte Regeln zur Verhinderung von Kursmanipulationen mittels Streuung von Marktgerüchten

Über diese Regelungen hinaus sollte im Interesse von Transparenz und effizienten Kapitalmärkten eine Offenlegungspflicht oberhalb der gesetzlichen Meldeschwellen von 3% für alle Gestaltungen gelten, mit denen jemand allein oder gemeinsam mit anderen Aktien oder andere Wertpapiere eines Unternehmens direkt oder indirekt erwirbt oder durch die Wirkung der Abreden wirtschaftlicher Eigentümer solcher Papiere wird. Diese Offenlegungspflicht muss auch alle Gestaltungen erfassen, bei denen das Recht erworben wird, solche Papiere binnen eines Zeitraums von zwei Jahren zu erwerben oder deren wirtschaftlicher Eigentümer zu werden.

Diese Zurechnung sollte ebenso im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz gelten, damit alle Investoren die Möglichkeit haben, eine angemessene Übernahmeprämie zu erhalten und nicht durch Intransparenz Schäden erleiden. Für alle offenen Positionen in einem Wertpapier oder in Derivaten sollte ab dem Erreichen bestimmter Schwellen eine generelle, aggregierte Offenlegungspflicht gegenüber den Kapitalmärkten eingeführt werden. Für Namensaktien sollte klar gestellt werden, dass der wahre Aktionär der Gesellschaft gegenüber offen zu legen ist. Das Risikobegrenzungs-gesetz, das eine größere Transparenz zum Ziel hat und diese Punkte bereits grundsätzlich aufgreift, sollte kurzfristig entsprechend überarbeitet und präzisiert werden.

- **Ratingprozess**

Ratingagenturen sind mitursächlich für die Finanzmarktkrise. Die von ihnen teilweise vergebenen höchsten Bonitätsnoten für strukturierte Produkte suggerierten eine nicht vorhandene Sicherheit. Investoren verließen sich ohne ausreichende eigene Analyse auf das Urteil der Ratingagenturen, ohne die nur produktspezifische und damit begrenzte Aussagefähigkeit der Ratings zu berücksichtigen. Daher muss die Transparenz der Ratingverfahren und der Bewertungsmethoden, insbesondere für strukturierte Produkte, verbessert werden. Darüber hinaus sollten Sanktionen für Fehlverhalten der Ratingagenturen verschärft werden und bessere Vorkehrungen gegen Interessenkonflikte getroffen werden. Die Anreizstrukturen sollten so verändert werden, dass das Potenzial an Interessenkonflikten sinkt und die gegenseitige Abhängigkeit zwischen Agenturen und Emittenten verringert wird. Die internationale Organisation der Börsenaufsichtsbehörden IOSCO ist die richtige Institution, hierfür höhere Standards aufzustellen. Sie sollte den bereits bestehenden, freiwilligen Kodex der Ratingagenturen verschärfen und seine Einhaltung verpflichtend machen. Darüber hinaus ist die Initiative der EU-Kommission zu

begrüßen, wonach künftig für die Zulassung und Überwachung der Ratingagenturen eine nationale Behörde oder eine neu einzurichtende EU-Institution zuständig sein soll.

Externe Ratings wurden und werden auch von Aufsichtsbehörden bzw. in aufsichtsrechtlichen Vorschriften als Beurteilungskriterium herangezogen. Gerade deshalb müssen Ratings verlässlich und von hoher Qualität sein. Gleichwohl sollte durch geeignete Maßnahmen auch dafür gesorgt werden, dass infolge der aufsichtsrechtlich untermauerten Rolle externer Ratings die Motivation der Investoren zu eigenen Due-Diligence-Prüfungen nicht beeinträchtigt wird.

FPMI-Position in Kürze:

- Verbesserung der Qualität des Ratingprozesses und der zugrunde liegenden Daten (→ Überarbeitung bzw. Verschärfung des IOSCO Kodex / „Best-Practice“-Regeln für Ratingagenturen)
  - Differenzierung der Ratings (Unternehmensanleihen vs. strukturierte Produkte): Mehr Informationen über Risikokategorien (Ausfallrisiko, Marktpreisrisiko) und Sensitivität der Ratings in Bezug auf Veränderungen der zugrunde gelegten Daten
  - Verschärfte Sanktionen für Fehlverhalten der Ratingagenturen („Enforcement“ durch ein Schiedsgericht)
  - Veränderung der Anreizstrukturen
  - Rolle der Ratings in aufsichtsrechtlichen Vorschriften kritisch hinterfragen.
- **Risiko- und Liquiditätsmanagement**

Eine Weiterentwicklung des auf qualitativen Kriterien basierenden Risikomanagements und der sog. Stresstests ist notwendig. Gerade außerbilanzielle Positionen sollten auch im Risikomanagement bessere Beachtung finden. Die Berücksichtigung in den Kapitalanforderungen – wie nach Basel II vorgesehen – ist ein wichtiger Schritt. Die Basel-II-Regelungen werden im Hinblick auf Risikogewichte und Konversionsfaktoren überprüft und ggf. überarbeitet.

Tatsache ist, dass die Auslagerung von Kreditrisiken auf Zweckgesellschaften und die damit verbundene Intransparenz nicht unwesentlich zur Finanzmarktkrise beigetragen haben, sofern es in diesem Zusammenhang nicht zu einer Vollkonsolidierung der betroffenen Zweckgesellschaften gekommen ist. Vor diesem Hintergrund nimmt die EU-Kommission eine grundlegende Überarbeitung der bisherigen Regeln für die Bündelung und Verbriefung von Kreditrisiken vor. Im Mittelpunkt steht dabei die geplante Regelung, wonach Finanzinstitute bei Verbriefungsaktionen künftig einen Selbstbehalt in Höhe von 5 % vornehmen und Risiken erheblich umfassender und sorgfältiger geprüft werden müssen. Ein verpflichtender Selbstbehalt in Höhe von 10 % oder sogar 20 % – wie von manchen gefordert – wäre hingegen zu hoch. Die Vorschläge der EU-Kommission sind daher grundsätzlich zu begrüßen. Es sollte allerdings darauf geachtet werden, dass es dabei nicht zu „europäischen Alleingängen“ kommt. Um Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden, sollten stattdessen einheitliche Regelungen für europäische und US-amerikanische Finanzinstitute gelten. Hierzu wäre es zwingend, dass die USA schnellstens ihre Vorbehalte gegen eine prinzipielle Anerkennung von Basel II aufgeben.

Im Bereich der Liquiditätsaufsicht der Banken ist fraglich, ob die auf quantitativen Modellen basierenden Stresstests geeignet sind, extreme Liquiditätskrisen wie die aktuelle angemessen abzubilden, da eine statistisch aussagefähige Datengrundlage fehlt. In jedem Fall sind die Erfahrungen aus der gegenwärtigen Krise für die Kreditwirtschaft Grund genug, Datengrundlage und Funktionsweise der internen Modelle zu überprüfen.

FPMI-Position in Kürze:

- Verbesserung der Transparenz bei strukturierten Verbriefungen (standardisierte Angaben zur Art und Qualität der zugrunde liegenden Vermögenswerte und zum Verbleib des Risikos)
- Konsequente Offenlegung vorhandener Risiken
- Strukturelle Verbesserung von Stresstests und deren Ausweitung auf Konzernebene

**Fazit:**

Aus Sicht der FPMI bedarf es eines Bündels an Maßnahmen, um Defizite bei Regulierung und Aufsicht abzubauen, die das Entstehen und die Ausbreitung der Finanzmarktkrise begünstigt haben. Einige sinnvolle Initiativen wurden hierzu bereits ergriffen. Trotz der berechtigten Forderungen nach einem insgesamt strengeren Regelwerk sollte allerdings darauf geachtet werden, dass es am Ende nicht zu einer überbordenden Regulierung für die Finanzwirtschaft kommt, die jegliche Risikoübernahme hemmen und damit das unternehmerische Kerngeschäft zu Lasten der Kunden austrocknen würde.