

## Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken: vom institutionellen Fundament zur glaubwürdigen makroprudenziellen Überwachung

*Eine wesentliche Schlussfolgerung der Europäischen Union aus der Finanzkrise ist, dass die auf Einzelinstitute ausgerichtete Finanzaufsicht bei systemischen Risiken an ihre Grenzen stößt. Daher wird sie zunehmend um die sogenannte makroprudenzielle Sichtweise ergänzt, die in stärkerem Maße die Interdependenzen zwischen den Akteuren und zwischen Finanzwirtschaft und Realwirtschaft beachtet. Dem trägt die neue europäische Finanzarchitektur Rechnung, indem zur traditionellen Säule der Einzelinstitutsaufsicht der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) hinzuge treten ist. Damit existiert seit nunmehr über einem Jahr ein europäisches Gremium, das systemische Risiken im Bereich der Finanzstabilität analysiert sowie befugt ist, Warnungen und Empfehlungen an EU-Institutionen, nationale Regierungen und Aufsichtsbehörden auszusprechen, die die Adressaten beachten und umsetzen sollen.*

*Die besondere Stellung der Notenbanken im ESRB ist vor dem Hintergrund ihrer makroökonomischen und analytischen Kompetenz und ihrer Finanzmarktexpertise sachgerecht. Wichtige Schlüssel für die Glaubwürdigkeit des ESRB sind die Qualität seiner Risikoanalysen und die Relevanz der Warnungen und Empfehlungen. Mit dem ESRB besteht die Chance, die Gefahr von Finanzkrisen zu verringern beziehungsweise ihre Folgen abzumildern. Der folgende Beitrag stellt die wichtigsten Elemente der makroprudenziellen Überwachung und des ESRB dar und berichtet – soweit öffentlich – über dessen Arbeit in seinem ersten Jahr.*

## Eine neue Institution für die makroprudenzielle Überwachung

*ESRB erweitert Wirtschaftspolitik um makroprudenziellen Blickwinkel*

Eine zentrale Lehre aus der Finanzkrise ist die Erkenntnis, dass Finanzstabilität nur dann sichergestellt werden kann, wenn das Finanzsystem als interdependentes System und in seiner Interaktion mit der Realwirtschaft betrachtet und behandelt wird.<sup>1)</sup> Damit erweitert sich die Finanzaufsicht um den Blickwinkel der makroprudenziellen Überwachung mit dem Ziel, sogenannte systemische Risiken<sup>2)</sup> zu erkennen und zu begrenzen. Mit der Gründung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) zum Jahresbeginn 2011 wurde auf europäischer Ebene ein wichtiger Baustein gelegt, um einen glaubwürdigen Handlungsrahmen zu etablieren, mit dem Ziel, systemische Risiken zu erkennen und abzumildern. So heißt es in der EU-Verordnung zum ESRB: „Die Aufgabe des ESRB sollte darin bestehen, in normalen Zeiten die Systemrisiken zu überwachen und zu bewerten, um die Gefahr des Ausfallrisikos von Systemkomponenten für das System zu begrenzen und die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegen Schocks zu stärken.“<sup>3)</sup>

*Neue Finanzarchitektur*

Die Gründung des ESRB ist eingebettet in die Neuordnung der europäischen Aufsichtsstrukturen im Europäischen System der Finanzaufsicht. Dort bilden die drei EU-Aufsichtsbehörden,<sup>4)</sup> deren Gemeinsamer Ausschuss sowie die nationalen Aufsichtsbehörden die mikroprudenzielle und der ESRB die makroprudenzielle Säule der neuen Finanzarchitektur. Die makroprudenzielle Überwachung ergänzt die traditionelle mikroprudenzielle Aufsicht, die sich vor allem auf das einzelne Institut konzentriert. Makro- und mikroprudenzielle Überwachung bedürfen der Zusammenarbeit und der Koordination und damit einer engen Verzahnung – nicht nur auf der europäischen, sondern auch auf der nationalen Ebene. Sie sollten relevante Informationen und Erkenntnisse zeitnah miteinander austauschen. Die makroprudenzielle Überwachung sollte deshalb die mi-

croprudenzielle Aufsicht rechtzeitig vor erkannten Risiken warnen und ihr entsprechende Hintergrundinformationen und Analysen zur Verfügung stellen. Umgekehrt sollte die mikroprudenzielle Aufsicht die systemisch relevanten Informationen und Erkenntnisse an die makroprudenzielle Aufsicht weitergeben. Nur so kann eine sich wechselseitig befruchtende Zusammenarbeit entstehen.

Grundsätzlich wirkt makroprudenzielle Politik zwei Externalitäten entgegen, die traditionell als Rechtfertigung für regulatorische Eingriffe in das Marktgeschehen angesehen werden. Die erste Externalität stellt der gleichzeitige oder sequenzielle Ausfall von eng miteinander verflochtenen Finanzinstituten dar. Sie kann die gesamtwirtschaftlichen Kosten der Insolvenz eines Instituts enorm erhöhen. Die zweite Externalität resultiert aus der Prozyklizität des Finanzsystems. Damit sind sich selbst verstärkende Rückkopplungseffekte zwischen Finanz- und Realwirtschaft gemeint. Solche Verwerfungen können unter Umständen realwirtschaftliche Zyklen verlängern und sogar in eine tiefe gesamtwirtschaftliche Rezession münden.

*Makroprudenzielle Politik wirkt Externalitäten entgegen*

Mit der Prozyklizität systemischer Risiken ist das Verhältnis der makroprudenziellen Überwachung und Politik zu anderen Bereichen der Wirtschaftspolitik, insbesondere auch zur Geldpolitik, angesprochen. Denn auch deren Handlungsumfeld wird von Finanzzyklen beeinflusst. Damit verbunden sind zahlreiche Fragen, etwa nach einer sachgerechten Operationalisierung der Ziele, nach einem effektiven Instrumentarium, einer klaren Ziel-Mittel-Zuweisung und

*Starke Stellung der nationalen Zentralbanken im ESRB*

<sup>1</sup> Vgl. hierzu auch: Internationaler Währungsfonds, Central banking lessons from the crisis, Policy Paper, Mai 2010; und Internationaler Währungsfonds, Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management, Policy Paper, Februar 2009.

<sup>2</sup> Zur Definition systemischer Risiken vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Ansätze zur Messung und makroprudenziellen Behandlung systemischer Risiken, Monatsbericht, März 2011, S. 39 ff.

<sup>3</sup> Verordnung (EU) Nr. 1092/2010, Erwägungsgrund 10.

<sup>4</sup> Siehe Erläuterungen auf S. 31, Die neue europäische Aufsichtsstruktur. Zu den Organisationsstrukturen des ESRB im Einzelnen siehe S. 35 f.

## Die neue europäische Aufsichtsstruktur

Mikro- und makroprudenzielle Aufsicht bedürfen der engen Verknüpfung. Zu diesem Ergebnis kam auch die von der EU-Kommission im November 2008 eingerichtete Expertengruppe unter Leitung von Jacques de Larosière (De-Larosière-Gruppe), die aufsichtliche Lehren aus der Finanzkrise zog. Sie stellte in ihrem Abschlussbericht fest: „Während die Aufsicht auf Makroebene nur funktionieren kann, wenn sie sich in irgendeiner Form auf die Beaufsichtigung auf Mikroebene auswirkt, kann die Aufsicht auf Mikroebene die Stabilität des Finanzsystems nur wirksam schützen, wenn sie den Entwicklungen auf Makroebene angemessen Rechnung trägt.“<sup>1)</sup>

Die von der De-Larosière-Gruppe empfohlene stärkere Integration der europäischen Finanzaufsicht wurde mit dem Anfang 2011 geschaffenen Europäischen Finanzaufsichtssystem (European System of Financial Supervision: ESFS) umgesetzt. Dieses Aufsichtsnetzwerk vereint die nationalen Aufsichtsbehörden der 27 EU-Mitgliedstaaten, die drei europäischen Aufsichtsbehörden, deren Gemeinsamen Ausschuss (Joint Committee) sowie den ESRB.

Die drei neuen EU-Aufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities: ESAs), also die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA), die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die

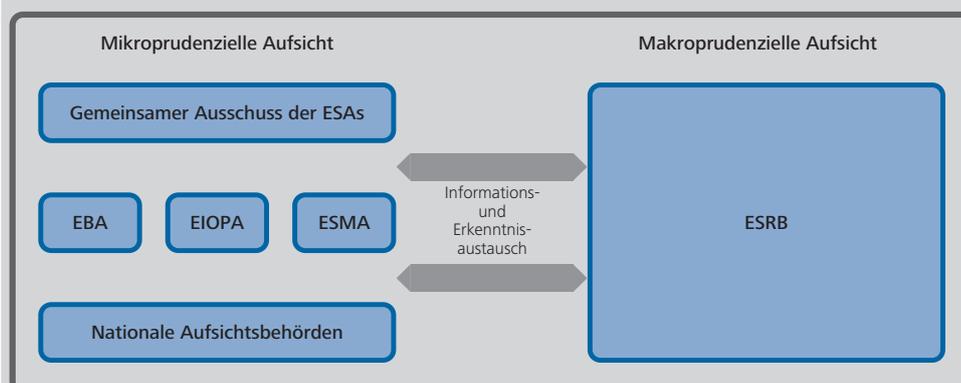
betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority: EIOPA) und die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority: ESMA) tragen gemeinsam mit den nationalen Aufsichtsbehörden dazu bei, die Qualität und die Kohärenz der Mikroaufsicht in der EU zu verbessern sowie die grenzüberschreitende Aufsicht zu stärken.<sup>2)</sup>

Die ESAs haben eine eigene Rechtspersönlichkeit. Sie können in festgelegten Bereichen technische Standards entwickeln, welche von der EU-Kommission in unmittelbar gültiges Recht überführt werden können. Der ESRB ist ein europäisches Kooperationsgremium. Er besitzt keine eigene Rechtspersönlichkeit und keine Durchgriffsrechte. Ihm obliegt im ESFS die Verantwortung für die makroprudenzielle Überwachung. Zentral für die künftige Abwehr systemischer Risiken ist ein stetiger Erkenntnisaustausch zwischen den Beteiligten in beide Richtungen.

<sup>1</sup> Vgl.: EU-Kommission, Report der Hochrangigen Gruppe zur Finanzaufsicht in der EU, Brüssel, 25. Februar 2009, S. 43.

<sup>2</sup> Zur Ausgestaltung der mikroprudenziellen Aufsicht in der EU vgl.: Deutsche Bundesbank, Internationale Zusammenarbeit in der Bankenregulierung: Historie und aktuelle Entwicklungen, Monatsbericht, September 2011, S. 83 ff.

### Die neue europäische Aufsichtsstruktur ESFS



nicht zuletzt nach der Rolle der Notenbanken in der makroprudenziellen Politik. Im Folgenden wird deshalb zunächst erörtert, wie eine glaubwürdige Risikoanalyse und ein instrumenteller Handlungsrahmen für eine effektive makroprudenzielle Überwachung gestaltet sein müssen. Anschließend werden die institutionellen Strukturen des ESRB, insbesondere die Bedeutung von Warnungen und Empfehlungen, beschrieben und die Arbeit des ESRB im ersten Jahr seines Bestehens dargestellt.

## Glaubwürdige Risikoanalyse entwickeln

*Verschiedene Ausgangsrisiken führen zu systemischer Gefährdungslage*

Finanzstabilität und systemische Risiken sind multidimensionale Phänomene. Aus verschiedenen Ausgangsrisiken können systemische Gefährdungslagen entstehen. Nichts könnte dies besser verdeutlichen als ein Vergleich von Finanzkrise und Staatsschuldenkrise. Bei der Finanzkrise gingen die Gefahren für die Institute von Engagements in bestimmten Märkten für verbrieftete Immobilienkredite aus, die eine Vertrauenskrise am Interbankenmarkt verursachten. Dagegen stehen in der Staatsschuldenkrise Verflechtungen zwischen den Risiken der Verschuldung des Staates und der daraus erwachsenden Bedrohung für die Eigenkapitalposition und die Refinanzierungsbedingungen der Banken im Mittelpunkt der systemischen Gefährdungslage.

*Definition der Finanzstabilität vielschichtig*

Diese Vielschichtigkeit erschwert es, die Ziele zu operationalisieren. Anders als zum Beispiel in der Geldpolitik, wo in Europa Preisstabilität klar definiert ist, ist Finanzstabilität schwieriger zu fassen. Außerdem kompliziert die Vielschichtigkeit die Risikoanalyse. Das Finanzsystem kann bereits fragil sein, bevor Schwierigkeiten offen erkennbar werden. Womöglich bauen sich Schwachstellen erst langsam auf, ohne dass Fremdfinanzierungsgrad, Risikoprämie, Volatilität oder andere Indikatoren zunächst klare Handlungssignale geben. Dabei können im Hintergrund bereits exzessive Risikoübernahmen stattfinden. Das hohe Tempo der Pro-

duktinnovationen an den Finanzmärkten macht die Analyse ebenfalls nicht leichter.

Die Risikoanalyse muss im Idealfall erstens alle potenziellen systemischen Risiken identifizieren. Sie muss zweitens das destabilisierende Potenzial der Risiken abschätzen und sie priorisieren. Die Werkzeuge hierzu reichen von einer umfassenden Darstellung und Interpretation der relevanten Informationen über die Konstruktion von Frühindikatoren und sogenannten Risk Dashboards bis hin zu Stresstests beziehungsweise Szenarioanalysen, Netzwerkmodellen und anderen ökonomischen Modellen.<sup>5)</sup> Auf diese Arbeiten kann der ESRB bei seiner Risikoanalyse aufbauen und das breite Wissen von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden über Marktprozesse und Wechselwirkungen zwischen Finanzsystem und Realwirtschaft nutzen. Die EU-Verordnung zum ESRB selbst enthält einige Vorgaben zur Risikoanalyse. Die erste Vorgabe betrifft das Risk Dashboard, das der ESRB aufbauen soll. Ein Risk Dashboard unterteilt das systemische Risiko in verschiedene Risikokategorien und aggregiert mehrere Indikatoren zu Risikoklassen.

*Risiken entdecken und Gefährdungspotenzial abschätzen*

Die zweite Vorgabe der EU-Verordnung betrifft den Austausch von Daten zwischen dem ESRB und den zuständigen Behörden und Zentralbanken. So versorgt der ESRB die europäischen Aufsichtsbehörden mit erforderlichen Informationen über die relevanten Risiken. Gleichzeitig arbeiten die ESAs, das Europäische System der Zentralbanken (ESZB), die EU-Kommission sowie die nationalen Aufsichtsbehörden und Statistikbehörden eng mit dem ESRB zusammen. Dabei erhält der ESRB grundsätzlich aggregierte Daten, er kann jedoch in zu begründenden Ausnahmefällen – zum Beispiel wenn die Daten eines einzelnen Finanzinstituts als systemrelevant eingestuft sind – auch vertrauliche Einzeldaten anfordern.<sup>6)</sup> Für den ESRB kann es un-

*Datenaustausch zwischen ESRB und anderen Behörden*

<sup>5</sup> Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Ansätze zur Messung und makroprudenziellen Behandlung systemischer Risiken, Monatsbericht, März 2011, S. 39 ff.

<sup>6</sup> Vgl.: Art. 15 Abs. 6 und Abs. 7 der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010.

erlässlich sein, dass er auch Einzeldaten analysiert, insbesondere im Zusammenhang mit der Analyse von Ansteckungseffekten. Soll die makroprudenzielle Analyse gehaltvoll sein, muss sie auch empirisch den Ansteckungsprozess verstehen und abschätzen. Dafür können Mikrodaten erforderlich sein.<sup>7)</sup> Im Einzelfall muss der erwartete Erkenntnisgewinn abgewogen werden gegen die Kosten zusätzlicher Meldepflichten und das Erfordernis, die Datenvertraulichkeit zu wahren. Gelingt es, die Datenbasis auf europäischer Ebene zu erweitern, wären damit bereits bedeutende Kooperations- und Koordinierungsgewinne durch den ESRB realisiert. Die systemische Risikoanalyse stünde auf einem breiteren Datenfundament und könnte die Interdependenzen und Rückkopplungen besser und vorausschauender analysieren. Eine wichtige Voraussetzung für eine erfolgreiche makroprudenzielle Überwachung wäre damit geschaffen.

## Effektive Instrumente und glaubwürdiger Handlungsrahmen erforderlich

*Der ESRB als Beratungsgremium*

Der ESRB ist als Beratungsgremium konzipiert. Seine Instrumente sind Warnungen und Empfehlungen. Die zugrunde liegende EU-Verordnung beschreibt das formale Verfahren hierfür.<sup>8)</sup> In der praktischen Arbeit des ESRB werden die Empfehlungen an das breite Spektrum von Instrumenten anknüpfen, das derzeit in vielen Teilbereichen der Finanzmarktgesetzgebung weiterentwickelt wird. Die Regulierungsintensität ist dabei heterogen und reicht von dem bislang schon recht fein entwickelten Regulierungsinstrumentarium im Bankensektor bis zu kaum oder gar nicht regulierten Bereichen des sogenannten Schattenbankensystems.

*Glaubwürdiger Handlungsrahmen erforderlich*

Hier ist es die Aufgabe des Gesetzgebers, einen glaubwürdigen Handlungsrahmen für die makroprudenzielle Politik zu entwickeln. Um der Vielschichtigkeit systemischer Risiken gerecht zu werden, muss die makroprudenzielle Politik ein umfassendes Instrumentarium einsetzen

können, das dann von der Europäischen Union und den Mitgliedstaaten konsistent angewandt wird. Dabei dürfen keine Anreize geschaffen werden, die Regulierung zu umgehen. Zudem sollten die Instrumente vorausschauend und flexibel eingesetzt werden können. In der EU, mit ihren unterschiedlichen Wirtschaftsräumen und Finanzstrukturen, ist es sachgerecht, wenn die nationalen makroprudenziellen Aufseher Unterschiede zwischen den Finanzsystemen der Mitgliedsländer berücksichtigen können, solange die Prinzipien des Binnenmarkts und Mindeststandards bei der Regulierung, insbesondere auf dem Gebiet der Einzelinstitutsaufsicht, eingehalten werden.

Für den Bankensektor kann man vor allem an das Basel III-Instrumentarium anknüpfen.<sup>9)</sup> Im Mittelpunkt stehen dort insbesondere zusätzliche Kapitalpuffer. Sie stärken die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors gegenüber systemischen Ereignissen. Sind sie ausreichend bemessen, können sie im Ernstfall die Dominokette sequenzieller Ausfälle von Instituten unterbrechen und die Ansteckungsrisiken vermindern. Kapitalpuffer reduzieren die Prozyklizität im System, weil bei Eintritt eines systemischen Ereignisses dann mehr Spielraum besteht, bevor die Finanzinstitute gezwungen sind, Risikoaktiva abzubauen und die Kreditvergabe einzuschränken. Im Vorfeld können bei exzessivem Kreditwachstum antizyklische Kapitalpuffer sinnvoll sein, die das Kreditwachstum begrenzen. Auf europäischer Ebene ist dabei auf Konsistenz des Einsatzes des Instrumentariums zu achten, nicht zuletzt auch weil Institute mit grenzüberschreitenden Aktivitäten betroffen sind und weil Maßnahmen, die die Kreditvergabe berühren, Auswirkungen auf die geldpolitische Transmission haben. Zu der hierzu erforderlichen Koordination und Abstimmung sollte der ESRB wesentlich beitragen.

*An Basel III-Instrumentarium anknüpfen*

<sup>7</sup> Vgl.: F. Dierick, P. Lennartsdotter und P. Del Favero, The ESRB at work – its role, organisation and functioning, Macro-prudential Commentaries, Issue No 1, Februar 2012.

<sup>8</sup> Zu den prozeduralen Details siehe S. 37.

<sup>9</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2010, S. 105 ff.

*Finanzielle  
Ungleich-  
gewichte  
limitieren*

Die Absicht, den Aufbau von finanziellen Ungleichgewichten zu bremsen, verfolgen auch die Pläne, eine Verschuldungsquote als Relation von Bilanzsumme zu Eigenkapital einzuführen. Sie soll die Finanzierungshebel unabhängig vom Risikogehalt der Aktiva limitieren und damit die Regulierung unabhängiger von der Berechnung von Risikoaktiva machen. Eigenkapitalzuschläge für systemrelevante Institute intendieren, das sogenannte „too-big-to-fail“-Problem nicht zu groß werden zu lassen. Andere Instrumente, wie die sogenannte Net Stable Funding Ratio und die Liquidity Coverage Ratio,<sup>10)</sup> setzen am Liquiditätsrisiko an. Systemische Risiken manifestieren sich häufig als Liquiditätskrisen von Finanzinstituten mit dem Interbankenmarkt als Katalysator. Für den Versicherungssektor gibt es künftig mit den Solvency II-Regulierungen instrumentelle Anknüpfungspunkte. Auch Fragen der Marktinfrastruktur können von systemischer Bedeutung sein und bedürfen geeigneter Instrumente.

*Makro-  
prudenzielle  
Überwachung  
kommunizieren*

Angesichts der hier bewusst nur angedeuteten Vielfalt denkbarer makroprudenzieller Instrumente bedarf es wohl noch einiger Erfahrung, bis sich ein Instrumentarium herausgebildet hat, das etwa mit dem der Geldpolitik vergleichbar ist. Klarheit der Instrumente und Ziele ist jedoch schon deshalb wichtig, weil die makroprudenzielle Überwachung einer demokratischen Rechenschaftspflicht unterliegt und auch der Öffentlichkeit kommuniziert werden muss.

*Makro-  
prudenzielle  
Überwachung  
hat Grenzen*

Zu warnen ist vor jeder zweckfremden Instrumentalisierung des Begriffs des systemischen Risikos. Nicht jedes große Unternehmen ist als systemisch einzustufen. Zur Rechtfertigung von ordnungspolitisch fragwürdigen Interventionen eignet sich der Begriff des systemischen Risikos nicht. Es ist hier auch die Einsicht in die Grenzen der makroprudenziellen Politik erforderlich. Sie ist kein Allheilmittel, und mit ihr bricht nicht ein Zeitalter frei von Finanzzyklen an. Zu warnen ist diesbezüglich auch vor einem diskretionären Interventionismus. So wie auch andere Bereiche der Finanz- und Wirtschaftspolitik von

einem regelgebundenen Instrumentarium profitieren, da diskretionäre Eingriffe selbst mit vielfältigen Problemen behaftet sind, so gilt dies auch für die makroprudenzielle Politik: Ihre Entscheidungsträger sind nicht mit einem unfehlbaren Wissen über systemische Zusammenhänge versehen. Nicht zuletzt angesichts der Neuartigkeit systemischer Fragestellungen erscheint es auch auf diesem Politikfeld sinnvoll, soweit möglich, regelgebundene Verfahren einzusetzen und Instrumente zu verwenden, die primär wie automatische Stabilisatoren wirken. Gerade aus diesem Grund sind antizyklische Kapitalpuffer ein geeignetes Instrument zur Begrenzung makroprudenzieller Risiken.

Um die Glaubwürdigkeit der makroprudenziellen Politik zu gewährleisten, sind klare Zuweisungen von Mitteln zu Zielen erforderlich. Dazu gehört die Erkenntnis, dass geldpolitische Instrumente keine makroprudenziellen Instrumente sind. Nach einem in der Theorie der Wirtschaftspolitik allgemein anerkannten Grundsatz ist ein Instrument nur einem Ziel zuzuordnen.<sup>11)</sup> Angewandt auf das Verhältnis von Geldpolitik und makroprudenzieller Politik bleibt die Geldpolitik der Geldwertstabilität verpflichtet, die makroprudenzielle Politik braucht daher spezifische Instrumente und institutionelle Regelungen. In der längeren Frist gibt es zwischen Geldwertstabilität und Finanzstabilität keinen Zielkonflikt. Im Gegenteil: So wie die Geldpolitik für ihren Erfolg auf einen funktionierenden Transmissionsmechanismus und ein gesundes Finanzsystem angewiesen ist, so ist Geldwertstabilität eine wichtige Voraussetzung für Finanzstabilität. Indem beide Politikbereiche mit den ihnen jeweils zur Verfügung stehenden Instrumenten ihre eigenen Ziele verfolgen, fördern sie indirekt das jeweils andere Ziel. Es besteht insoweit Zielkomplementarität.

*Klare Ziel-Mittel-  
Zuweisung*

<sup>10</sup> Zu diesen Instrumenten vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2010, S. 105 ff.; und Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2011, S. 67 ff.

<sup>11</sup> Vgl.: J. Tinbergen, On the Theory of Economic Policy, 1952. Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Konsequenzen für die Geldpolitik aus der Finanzkrise, Monatsbericht, März 2011, S. 55 ff.

*Makro-  
prudenzielle  
Überwachung  
und Politik  
können Geld-  
politik entlasten*

Eine erfolgreiche präventive makroprudenzielle Überwachung und Politik verringern die Häufigkeit und die Intensität von Finanzmarkt-turbulenzen. Sie entlasten damit die Geldpolitik, weil diese im Abschwung weniger leicht unter Druck gerät, die Zinsen zu senken, um auf die bedrohte Finanzstabilität zu reagieren, oder auf unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen zurückzugreifen, die vielfach die Grenzen zwischen Geldpolitik und Finanzpolitik verwischen. Bei angespanntem Finanzsystem und zunehmendem Preisdruck können effektive makroprudenzielle Instrumente die Finanzstabilität sicherstellen, während gleichzeitig die Geldpolitik gestrafft würde. Umgekehrt trägt eine Geldpolitik, die im Interesse der Geldwertstabilität die Finanzmarktentwicklung gebührend berücksichtigt, zur Finanzstabilität bei.

## **Institutionelle Struktur zwischen Vielfalt an Kompetenzen und effektiver Arbeitsweise**

*ESRB als Teil des  
Europäischen  
Finanzaufsichts-  
systems*

Der ESRB ist Teil des neuen Europäischen Finanzaufsichtssystems (ESFS). Neben dem ESRB umfasst dieses auch die nationalen Aufsichtsbehörden der 27 EU-Mitgliedstaaten und die drei neuen EU-Aufsichtsbehörden sowie den Gemeinsamen Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden. Während diese Institutionen Aufgaben der Einzelinstitutsaufsicht auf nationaler beziehungsweise europäischer Ebene wahrnehmen,<sup>12</sup> ist der ESRB für die Überwachung des EU-Finanzsystems in seiner Gesamtheit zuständig. Im ESRB sind insbesondere alle Notenbanken und nationalen und europäischen Behörden vertreten, deren Aufgaben Bezug zur Finanzstabilität haben (vgl. Schaubild auf S. 36). Diese Zusammensetzung gewährleistet einen Austausch von Erkenntnissen zwischen Notenbanken und den Aufsichtsbehörden. Außerdem werden die Makro- und Mikroaufsicht in der EU eng miteinander verzahnt. Der ESRB ist unabhängig, und seine Mitglieder sind unparteiisch und handeln einzig und allein im Interesse der Europäischen Union

als Ganzes. Sie dürfen keine Weisungen von Mitgliedstaaten, anderen Unionsorganen oder öffentlichen beziehungsweise privaten Einrichtungen einholen oder entgegennehmen. Gleichzeitig nehmen diese auch keinen Einfluss auf die ESRB-Mitglieder.<sup>13</sup>

Der ESRB greift auf ein breites Kompetenzspektrum zurück. Indem nationale Institutionen beteiligt sind, kann die Systemrisikoanalyse auch regionale Besonderheiten beziehungsweise Unterschiede in der EU berücksichtigen. Allerdings hat die damit verbundene Größe des ESRB auch Nachteile. Die Koordinierung wird schwieriger, insbesondere wenn sich in Krisenzeiten die Ereignisse überschlagen. Die Stärken des ESRB liegen deshalb vor allem in der mittel- und längerfristigen Perspektive und in der Krisenprävention, nicht im Krisenmanagement.

*Breites  
Kompetenz-  
spektrum im  
ESRB vertreten*

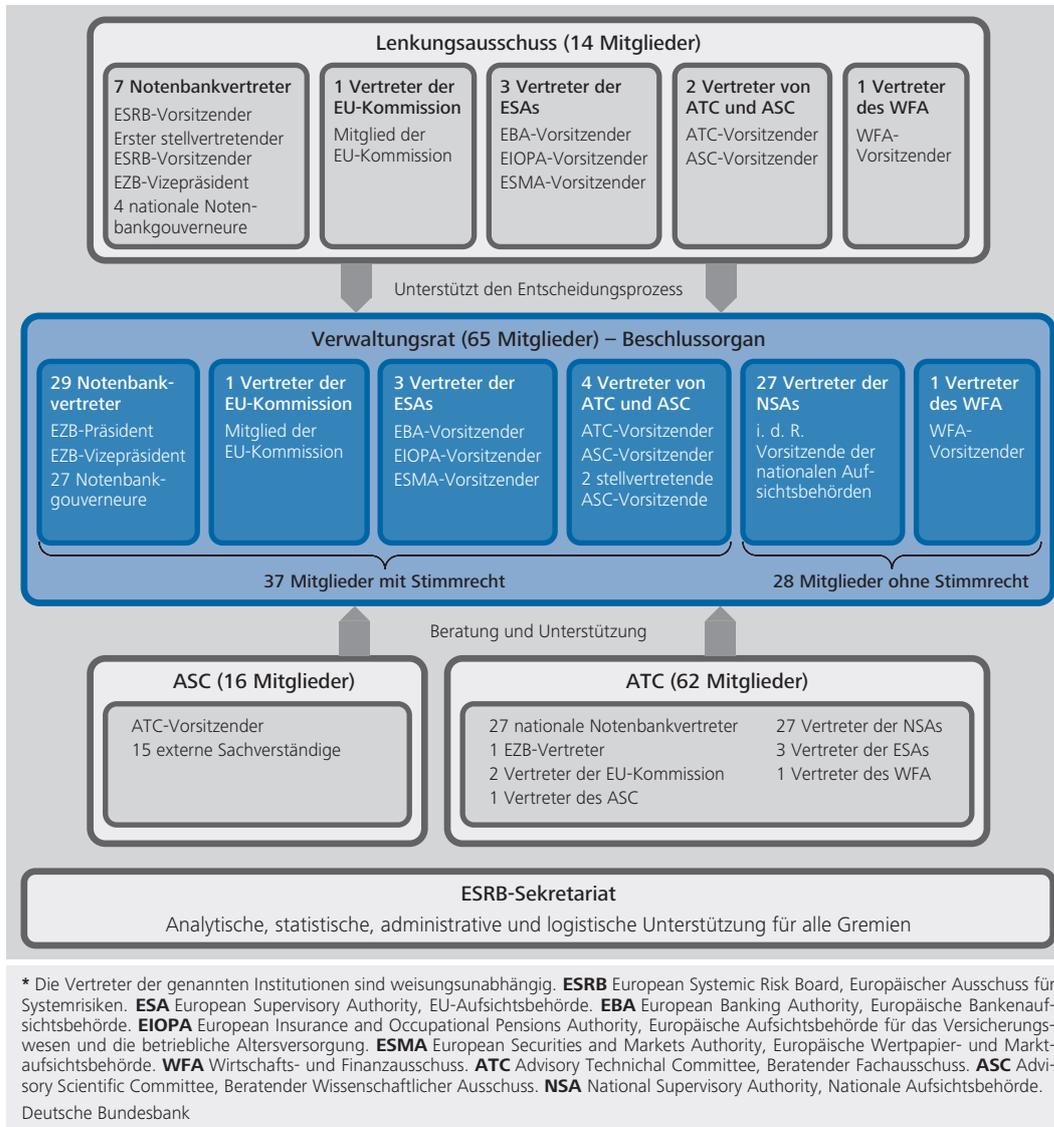
Der Verwaltungsrat ist das Beschlussorgan des ESRB. Mit den Vertretern der nationalen Zentralbanken, der EZB, aller Regulierungs- und Aufsichtsbehörden, der EU-Kommission und des Wirtschafts- und Finanzausschusses (WFA) sowie den Vorsitzenden der beratenden Ausschüsse (ATC und ASC) sitzen dort insgesamt 65 Mitglieder. Davon haben 37 ein Stimmrecht. Der Präsident der EZB ist der Vorsitzende des Verwaltungsrates. Jedes stimmberechtigte Mitglied hat eine Stimme. Der Verwaltungsrat beschließt grundsätzlich mit einfacher Mehrheit der anwesenden stimmberechtigten Mitglieder. Eine Zweidrittelmehrheit der abgegebenen Stimmen ist erforderlich, um eine Empfehlung anzunehmen oder eine Warnung oder Empfehlung zu veröffentlichen. Mit 14 Mitgliedern ist der Lenkungsausschuss deutlich kleiner als der Verwaltungsrat. Er bereitet die Sitzungen des Verwaltungsrates vor, prüft die zu erörternden Unterlagen und überwacht die Fortschritte der laufenden Arbeiten.

*Verwaltungsrat  
ist Beschluss-  
organ*

<sup>12</sup> Vgl. zur Neuausrichtung der Mikroaufsicht in der EU: Deutsche Bundesbank, Internationale Zusammenarbeit in der Bankenregulierung: Historie und aktuelle Entwicklungen, Monatsbericht, September 2011, S. 83 ff.

<sup>13</sup> Vgl.: Art. 7 der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010.

## Die Organisationsstruktur des ESRB<sup>\*)</sup>



*Beratungs-  
gremien und  
Sekretariat  
unterstützen*

Weitere Gremien des ESRB sind der Beratende Fachausschuss, das Advisory Technical Committee (ATC), sowie der Beratende Wissenschaftliche Fachausschuss, das Advisory Scientific Committee (ASC), die den Verwaltungsrat mit Analysen unterstützen. Die Mitglieder des ATC sind typischerweise die Leiter der Bereiche Finanzstabilität oder Finanzaufsicht in den Notenbanken oder den Aufsichtsbehörden. Der Verwaltungsrat kann Untergremien einsetzen, die ausgewählte Themen bearbeiten. Diese Untergremien bereiten gegebenenfalls Warnungen oder Empfehlungen vor. Der ASC setzt sich aus dem Vorsitzenden des ATC und 15 vom Verwaltungsrat gewählten unabhängigen

Experten zusammen, die umfangreiches Fach- und Sachwissen in den Bereichen Bankwesen, Wertpapierwesen, Versicherungswesen und betriebliche Altersversorgung haben und den Verwaltungsrat vor allem methodisch beraten.<sup>14)</sup> Der Vorsitzende und die beiden stellvertretenden Vorsitzenden werden vom Verwaltungsrat ernannt. Das Sekretariat unterstützt

<sup>14</sup> Die benannten Personen gehören keiner ESA an und werden aufgrund ihrer allgemeinen Kompetenz sowie ihrer unterschiedlichen Erfahrung in wissenschaftlichen Disziplinen oder in anderen Bereichen, insbesondere in kleinen und mittleren Unternehmen, Gewerkschaften oder als Anbieter bzw. Verbraucher von Finanzdienstleistungen, ausgewählt (vgl.: Art. 12 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010).

den ESRB analytisch und administrativ. Ferner stützt es sich auf fachliche Beratung durch die ESAs, die nationalen Zentralbanken und die nationalen Aufsichtsbehörden.<sup>15)</sup>

## Warnungen und Empfehlungen beachten und umsetzen: essenziell für die Glaubwürdigkeit des ESRB

*Warnungen und Empfehlungen*

Identifiziert der ESRB signifikante Risiken für die Finanzstabilität in der Europäischen Union, spricht er öffentliche oder nicht öffentliche Warnungen oder Empfehlungen aus, um den Risiken vorzubeugen, entgegenzutreten oder sie einzugrenzen. Adressaten können die Union insgesamt, Mitgliedstaaten, die EU-Kommission sowie die europäischen oder nationalen Aufsichtsbehörden sein. Empfehlungen sind mit einer Handlungsanweisung sowie einer Umsetzungsfrist verbunden.<sup>16)</sup> Der ESRB überwacht diese Umsetzung. Die Adressaten informieren den ESRB und den Europäischen Rat über die ergriffenen Maßnahmen. Außerdem rechtfertigen sie ihr eventuelles Nichthandeln in angemessener Weise (sog. „comply-or-explain“-Mechanismus). Sollte der ESRB feststellen, dass die Empfehlung nicht befolgt wurde oder dass das Nichthandeln unbegründet ist, wird er den Adressaten und den Europäischen Rat darüber in Kenntnis setzen.<sup>17)</sup>

*Ohne rechtlichen Sanktionsmechanismus, aber nicht ohne Macht*

Die künftige Schlagkraft des ESRB hängt von der Durchsetzbarkeit seiner Empfehlungen ab. Hierin könnte ein Handicap liegen: Der ESRB kann zwar Warnungen und Empfehlungen aussprechen, diese sind aber für die Adressaten nicht verbindlich, sodass ein rechtlicher Sanktionsmechanismus fehlt. Mittel- bis langfristig steht und fällt der Erfolg des ESRB mit der Akzeptanz seitens der Mitglieder, der Adressaten und der Öffentlichkeit. Das Beispiel des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts hat eindrücklich veranschaulicht, dass die Glaubwürdigkeit einer Institution nicht durch Regelmässigkeit untergraben werden darf. Der ESRB ist aber keinesfalls ohne Macht. Der oben

erläuterte „comply-or-explain“-Mechanismus übt Rechtfertigungs- und Handlungsdruck auf die Adressaten aus, der nicht zu unterschätzen ist, vor allem bei öffentlichen Empfehlungen. Die Adressaten müssen sich dann nicht nur dem ESRB und dem Europäischen Rat erklären, sondern letztlich auch der breiten Öffentlichkeit.

Im Gegenzug zählt zur Glaubwürdigkeit, dass der ESRB mit der ihm übertragenen Verantwortung gewissenhaft umgeht. Das bedeutet, eine angemessene Balance bei den Warnungen beziehungsweise Empfehlungen zu finden: Zu häufige Risikowarnungen würden die Glaubwürdigkeit untergraben, gegebenenfalls systemische Verwerfungen gar befördern. Andererseits dürfte das Ansehen des ESRB aber auch Schaden nehmen, wenn er nötige Warnungen unterlassen würde. Insofern war es richtig, möglichst viel Expertise im ESRB zu vereinen und in ihm die Fachkenntnis aller europäischen Notenbanken und Aufsichtsbehörden zu bündeln.

*Verantwortungsvoller Umgang des ESRB mit Instrumenten*

## Das erste Jahr des ESRB: Aufbauarbeit im Schatten der Staatsschuldenkrise

Der ESRB hat im Januar 2011 seine Arbeit aufgenommen. Seine bisherige Tätigkeit stand damit zum einen unter dem Eindruck der sich im Jahresverlauf verschärfenden Staatsschuldenkrise. Zum anderen war sie geprägt von einer typischen institutionellen Aufbauarbeit, mit der sich eine neu gegründete Institution nach und nach einen effektiven Handlungsrahmen innerhalb ihres allgemeinen Mandats gibt. Letzteres fängt an bei der Identifikation von Arbeitsschwerpunkten sowie der Gründung von Arbeitsgruppen und reicht bis hin zur Erörterung von makroprudenziellen Politikinstrumenten und dem hierfür notwendigen und sach-

*Arbeiten des ESRB im ersten Jahr seit seiner Gründung*

<sup>15</sup> Vgl.: Art. 4 Abs. 4 der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010.

<sup>16</sup> Vgl.: Art. 16 der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010.

<sup>17</sup> Vgl.: Art. 17 der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010.

gerechten Rahmen. Arbeitsschwerpunkte und erste Ergebnisse werden aus den Pressemitteilungen des ESRB, den Stellungnahmen des Vorsitzenden des ESRB und den Anhörungen vor dem Europäischen Parlament sowie aus den bisher erfolgten öffentlichen Empfehlungen deutlich.

*ESRB informiert Öffentlichkeit und Parlament*

Die konkreten Ergebnisse aus Analysen und internen Diskussionen im ESRB sind vertraulich. Gleichwohl informiert der ESRB regelmäßig über seine Arbeit.<sup>18)</sup> So findet im Anschluss an die Verwaltungsratssitzungen gegebenenfalls eine Pressekonferenz statt. In dieser legt der ESRB seine Risikoeinschätzungen dar und gibt einen Überblick über seine aktuellen Tätigkeitsschwerpunkte. Seiner Rechenschafts- und Berichtspflicht kommt der ESRB durch einen Jahresbericht sowie im Rahmen von öffentlichen Anhörungen des ESRB-Vorsitzenden vor dem Europäischen Parlament nach, und zwar mindestens einmal im Jahr.<sup>19)</sup>

*Empfehlungen zu Fremdwährungskrediten*

Der ESRB hat bislang öffentliche Empfehlungen zu Fremdwährungskrediten, zur Überwachung der US-Dollar-Refinanzierung und zu nationalen makroprudenziellen Mandaten ausgesprochen. In den letzten Jahren haben Fremdwährungskredite an nicht abgesicherte Kreditnehmer in einigen Mitgliedstaaten der Europäischen Union zugenommen. Die Zinssätze für Fremdwährungskredite liegen zum Teil deutlich unter denen für Kredite in Heimatwährung. Fremdwährungskredite gehen gegebenenfalls mit Wechselkursrisiken einher. Nicht abgesicherte Schuldner können bei einer Aufwertung der Fremdwährung oder einem Zinsanstieg den Schuldendienst dann unter Umständen nicht mehr tragen. Dieses Risiko hält der ESRB für systemisch relevant. Er fordert deshalb die nationalen Aufsichtsbehörden, die EBA und die Mitgliedstaaten dazu auf, die Finanzinstitute zu verpflichten, ihre Kunden besser über die Risiken zu informieren. Die nationalen Aufsichtsbehörden sollen zudem das Ausmaß der Fremdwährungskreditvergabe besser überwachen, gegebenenfalls einschränken und Vorgaben für die Bonität der Kunden machen. Da-

rüber hinaus sollen sie Leitlinien erlassen, damit die Finanzinstitute die Risiken aus Fremdwährungskrediten besser in ihre internen Risikomanagementsysteme einbeziehen. Sie sollen die Finanzinstitute verpflichten, entsprechendes Eigenkapital vorzuhalten. Des Weiteren sollen sie die Finanzierungs- und Liquiditätsrisiken aus Fremdwährungskrediten überwachen. Umzusetzen sind die Empfehlungen bis zum 31. Dezember 2012. Besondere Fristen gelten für einzelne dieser Empfehlungen.<sup>20)</sup>

Einige große europäische Institute refinanzieren sich in hohem Maße in US-Dollar.<sup>21)</sup> Mit dem Rückzug der US-Geldmarktfonds im Laufe der Staatsschuldenkrise gerieten einige Banken in US-Dollar-Refinanzierungsschwierigkeiten. Außerdem war eine Verkürzung der Laufzeiten der US-Dollar-Passiva zu beobachten. Der ESRB ist zu dem Schluss gekommen, dass die Anfälligkeit der US-Dollar-Refinanzierung von europäischen Kreditinstituten bedeutende Liquiditätsrisiken für die Banken und mittelfristig für die Realwirtschaft in sich birgt. Daher empfiehlt er den nationalen Aufsichtsbehörden, Fristeninkongruenzen und Gegenparteiern zu überwachen, sowie die Aufsicht zu US-Dollar-Swaps und gruppeninternen Exposures zu erweitern. Bei exzessiven Exposures der Banken sollen geeignete Maßnahmen ergriffen werden. Ferner sollen US-Dollar-Refinanzierungsschocks in den Notfallrefinanzierungsplänen der Kreditinstitute so berücksichtigt werden, dass systemische Risiken vermieden werden.

*Empfehlungen zur US-Dollar-Refinanzierung*

Der ESRB hat Empfehlungen veröffentlicht, wie nationale makroprudenzielle Mandate ausgestaltet werden sollen. Die Empfehlungen geben wichtige Eckpunkte vor, lassen aber hinreichend Spielraum für Anpassungen an die Struk-

*Empfehlung zu nationalen makroprudenziellen Mandaten*

<sup>18</sup> Alle öffentlich zugänglichen Informationen des ESRB sind einsehbar unter: [www.esrb.europa.eu](http://www.esrb.europa.eu).

<sup>19</sup> Vgl.: Art. 19 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010.

<sup>20</sup> Vgl.: Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 21. September 2011 zu Fremdwährungskrediten (ESRB/2011/1), Amtsblatt der Europäischen Union vom 22. November 2011 (Abl. EU 2011/C 342/01).

<sup>21</sup> Zum Problem der US-Dollar-Refinanzierungslücke vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2011, S. 60 f.

turen des Finanzsektors und der nationalen Aufsicht. Die Mitgliedstaaten sollen einer Behörde die Zuständigkeit für die makroprudenzielle Überwachung zuweisen. Dies kann eine einzelne Institution oder ein Gremium sein, in dem mehrere Institutionen mitwirken. Dabei ist die Zusammenarbeit innerhalb der makroprudenziellen Behörde sowie die Kooperation mit anderen Institutionen zu regeln und zu koordinieren. Zentralbanken sollen eine bedeutende Rolle in der makroprudenziellen Überwachung haben, vor allem bei der unabhängigen makroprudenziellen Analyse.<sup>22)</sup> Die zuständige Behörde handelt auf eigene Initiative und reagiert zum Beispiel auch auf Warnungen und Empfehlungen des ESRB. Die Behörde soll in Kooperation mit der mikroprudenziellen Aufsicht systemrelevante Institute und Strukturen benennen. Sie soll Zugang zu allen notwendigen Daten erhalten und den Einsatz erforderlicher Instrumente empfehlen.

*Glaubwürdigkeit der nationalen makroprudenziellen Behörde wichtig*

Unabhängigkeit soll – dem ESRB zufolge – die makroprudenzielle Behörde vor äußerem Druck schützen. Dies ist für ihre Glaubwürdigkeit unerlässlich. Außerdem soll sie so mandatiert werden, dass sie vorausschauend handeln kann und dem Aufbau systemischer Risiken rechtzeitig entgegenwirkt. Makroprudenzielle Entscheidungen sollen zeitnah veröffentlicht werden, solange die Veröffentlichung selbst nicht mit Risiken für die Finanzmarktstabilität einhergeht. Insbesondere soll die makroprudenzielle Behörde Stellungnahmen zu systemischen Risiken abgeben können. Dabei sind Transparenz und Rechenschaft wichtig, damit die Öffentlichkeit und der Finanzsektor die Maßnahmen verstehen und nachvollziehen können. Der ESRB empfiehlt, dass sich die makroprudenziellen Behörden vor den nationalen Parlamenten verantworten.

*In Deutschland Mandat auf dem Weg*

In Deutschland befindet sich derzeit eine Vorlage zum makroprudenziellen Mandat im Gesetzgebungsverfahren,<sup>23)</sup> das noch in diesem Jahr abgeschlossen werden soll. Danach ist vorgesehen, einen Ausschuss für Finanzstabilität zu errichten. Wie auf europäischer Ebene der

ESRB soll der Ausschuss auf nationaler Ebene der Bündelung der Expertise und der Verzahnung von makroprudenzieller Überwachung und mikroprudenzieller Aufsicht dienen. Dem Referentenentwurf zufolge soll die Bundesbank eine Reihe wichtiger Aufgaben erhalten. Insbesondere soll sie für die Finanzstabilität maßgebliche Sachverhalte analysieren sowie Gefahren identifizieren, welche die Finanzstabilität beeinträchtigen können. Sie soll dem Ausschuss Warnungen und Empfehlungen vorschlagen, deren Umsetzung überwachen und bewerten und einen jährlichen Bericht über die Finanzstabilität an das Parlament vorbereiten. Der Ausschuss soll zudem über den Umgang mit Warnungen und Empfehlungen des ESRB beraten. Schließlich soll der Ausschuss die Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA) über die Entwicklung der Finanzstabilität und über seine Beschlüsse und Entscheidungen informieren, soweit dies zur Erfüllung der Aufgaben des Lenkungsausschusses der FMSA erforderlich ist. Aus Sicht der Bundesbank ist die geplante Weiterentwicklung und Stärkung der Finanzmarktaufsicht zu begrüßen. Damit zieht Deutschland eine der zentralen Lehren aus der Finanzkrise und wird der internationalen Verantwortung gerecht, die sich nicht zuletzt aus der Bedeutung des deutschen Finanzsystems ergibt.

## ■ Chancen nutzen

Mit dem ESRB besteht die Chance, die makroprudenzielle Überwachung in Europa zu etablieren und entscheidend weiterzubringen. Erfolgreich genutzt trägt er dazu bei, die Wahrscheinlichkeit und Häufigkeit von Finanzkrisen und systemischen Krisen zu verringern beziehungsweise ihre Folgen abzumildern. Dazu müssen die Adressaten die Warnungen und

*Finanzstabilität stärken*

<sup>22</sup> Ihre Unabhängigkeit im Sinne des Art. 130 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union wird dadurch nicht beeinträchtigt.

<sup>23</sup> Vgl.: Referentenentwurf für ein Gesetz zur Stärkung der deutschen Finanzaufsicht, einsehbar unter: [www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de).

Empfehlungen respektieren und umsetzen. Auch wenn mit der beschriebenen Neuausrichtung der Finanzarchitektur auf europäischer und auf nationaler Ebene Finanzkrisen auch künftig nicht gänzlich ausgeschlossen werden können, schafft sie doch die Grundlage zur

besseren Früherkennung von systemischen Risiken und deren konsequenter Bekämpfung. Jetzt gilt es, die Instrumente in der täglichen Arbeit zu nutzen und dadurch zur Stärkung der Finanzstabilität beizutragen. Letztlich wird der Erfolg des ESRB daran gemessen werden.