



# Atlantisches Fragment?

## Finanzmarktregulierung, die G20 und TTIP

3. Juli 2014

**Autor**

Dr. Klaus Günter Deutsch  
+49 30 3407-3682  
klaus.deutsch@db.com

**Editor**

Barbara Böttcher

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

Die transatlantische Integration der Finanzmärkte hat seit der Krise von 2007 einen schweren Rückschlag erlitten. Heftige, vom Markt getriebene Korrekturen im grenzüberschreitenden Bank- und Finanzierungsgeschäft standen an, vor allem im europäischen Bankengagement in den USA.

Die betroffenen Staaten haben das Regelwerk für die Finanzmärkte seither rundum erneuert. Vor allem in der Gruppe der 20 wurden Reformen beschlossen und umgesetzt. Der Schwerpunkt lag in der Bankenregulierung und bei Infrastruktureinrichtungen.

Die strengere Regulierung hat jedoch zu regulatorischen Divergenzen geführt. Die EU und die USA haben fast alle wesentlichen Gesetze beschlossen und Regeln der Umsetzung erlassen. In der Umsetzung kam es trotz ähnlicher Ziele und Methoden jedoch zu Inkonsistenzen.

Unterschiedliche Regeln für Kapital und Liquidität, Derivate und Bankstruktur drohen die Finanzmärkte zu fragmentieren. Allein das Regelwerk für die Abwicklung und Sanierung ist strukturell ähnlich gelagert.

Interessen, Institutionen und Ideen sind die Haupttreiber für die Divergenz. Die nationalen Interessen in der Regulierung unterscheiden sich aufgrund von Marktunterschieden, Verwundbarkeiten und Prioritäten trotz ähnlicher Ziele und Methoden hinreichend stark. Institutionelle Besonderheiten kommen hinzu. Unterschiede bestehen auch in einigen Regulierungsideen.

Die angestrebte transatlantische Handels- und Investitionspartnerschaft (TTIP) bietet gute Chancen, eine starke institutionelle Grundlage für die regulatorische Zusammenarbeit auch bei Finanzdienstleistungen zu schaffen. Eine grundsätzliche Regelung in TTIP wäre der Königsweg – und dürfte daher kaum erreichbar sein. Die vorhandenen Dialogformate müssen genutzt werden.

Die Staats- und Regierungschefs in der G20 bleiben in der Verantwortung, international stimmige Regeln für die Regulierung der Finanzmärkte zu schaffen. Gerade in puncto Konsistenz brauchen die Fachgremien weiterhin politische Rückendeckung. Die EU und die USA sollten sich zu einem mehrjährigen Konvergenzprogramm durchringen und in der G20 Führung zeigen.



## Atlantisches Fragment?

---



## Inhaltsverzeichnis

Finanzielle Globalisierung unter Druck .....	4
Die G20-Regulierungsagenda .....	8
Divergenzen in der Regelsetzung .....	9
Eigenkapitalstandards .....	9
<i>Die „Foreign Banking Organization“-Entscheidung der USA</i> .....	10
Liquidität, <i>Leverage</i> und andere Regeln .....	11
Abwicklung und Sanierung von Finanzinstituten .....	13
<i>Abwicklung systemischer Institute</i> .....	13
<i>Abwicklung generell</i> .....	14
Bankstrukturreform .....	15
Derivate .....	16
Wege aus der Divergenz .....	19
Bilaterale Kooperation im multilateralen Rahmen .....	19
Die Chancen von TTIP .....	20
Interinstitutionelle Zusammenarbeit .....	21
Die G20 .....	22
Quellen .....	23

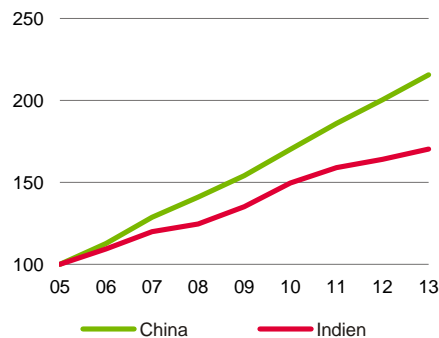


## Atlantisches Fragment?

### Wirtschaftswachstum

1

BIP, konstante Preise, Index: 2005=100



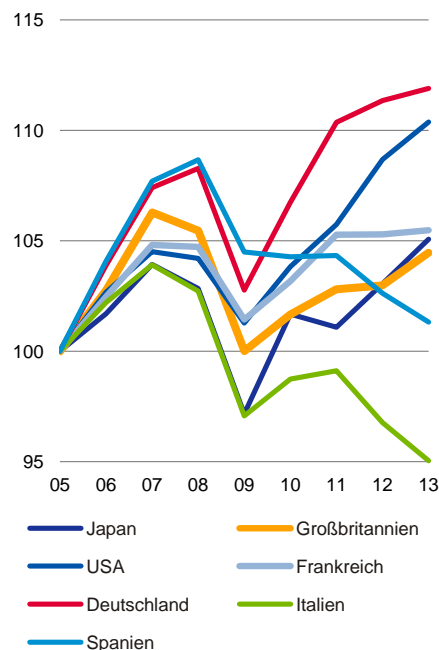
Quelle: IWF

Der transatlantische Finanzmarkt stellt den Kern des weltweiten Finanzsystems dar. Die relativ stetige atlantische Integration erhielt durch die Finanzkrise in den USA und in Europa seit 2007 jedoch einen herben Rückschlag. In diesem Beitrag gehe ich der Frage nach, ob eine Rückkehr zu den integrativen Trends plausibel ist oder eine Fragmentierung droht. Die Antwort lautet, dass die EU und die USA Gefahr laufen, in wichtigen Teilbereichen Friktionen zu erzeugen, weil sie ähnliche Ziele zwar mit ähnlichen Stoßrichtungen in der Politik, aber nicht mit konsistenten Regeln verfolgen. Die Priorität nationaler Regulierung vor internationaler Koordinierung ließ sich bislang trotz erheblicher wirtschaftlicher Nachteile kaum abmildern. Leicht divergierende nationale Politikpräferenzen, institutionelle Gegebenheiten und unterschiedliche Reformideen der Partner sind die wesentlichen Triebkräfte dieser Fehlentwicklung gewesen.

### Wirtschaftswachstum

2

BIP, konstante Preise, Index: 2005=100



Quelle: IWF

## Finanzielle Globalisierung unter Druck

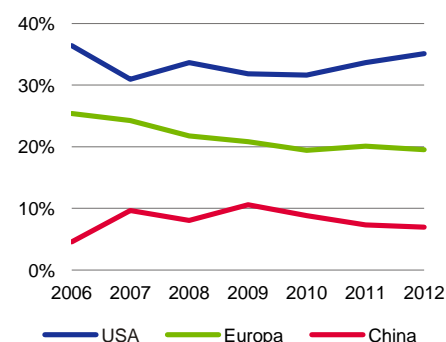
Die internationale Integration der Finanzmärkte durchlief zwei große Phasen: von der Mitte des neunzehnten Jahrhunderts bis zum Ersten Weltkrieg und ab den frühen siebziger Jahren bis etwa 2008<sup>1</sup> – ähnlich wie der Welthandel.<sup>2</sup> Die Finanzmarktsegmente wuchsen schneller als die Realwirtschaft. Die Vermögensanlagen wurden zunehmend grenzüberschreitend angelegt, und ebenso nahm die Finanzierung aus internationalen Quellen ihren Lauf. Einem gängigen Maß zufolge erreichte die Quote von Beständen an Auslandsvermögen und Welteinkommen jedoch erst 1985 wieder das hohe Niveau von 1914.<sup>3</sup> Ein relativ freier Kapitalverkehr entwickelte sich ebenso wie ein Mehrwährungsstandard – wie in der viktorianischen Zeit vor 1914.

War der Prozess in den siebziger und achtziger Jahren des letzten Jahrhunderts noch vorwiegend von Banken getrieben, traten bald Finanzinstitute aller Art ins internationale Geschäft ein. Für die Großunternehmen der Welt wurde die globale Mittelaufnahme und -anlage ebenfalls eine Selbstverständlichkeit. Die Zahl und Art der Marktteilnehmer, die Vielfalt von Finanzierungs- und Anlageformen und die internationale Risikoverteilung nahmen zu. Technischer Fortschritt, Wachstum bei sehr moderater Inflation in den entwickelten Volkswirtschaften und die Liberalisierung der Finanzmärkte waren die Triebkräfte. Die Globalisierung der Finanzmärkte verlief gleichwohl nicht störungsfrei. Bis 2007 gerieten vor allem Schwellenländer immer wieder in Finanzkrisen, während Industrieländer gelegentlich mit Währungskrisen kämpften.<sup>4</sup> Dennoch blieb der transatlantische Kern stabil und war letztlich nur durch die Herstatt-Krise 1974, die Lateinamerikakrise von 1982 und den Kollaps von LTCM akut bedroht; jede dieser Krisen wurde aber rechtzeitig eingedämmt.

### Aktienmarktkapitalisierung

3

in % am Weltanteil



Quelle: Weltbank

Zugleich nahm der Aufstieg wichtiger Schwellenländer wie China und Indien in der Weltwirtschaft weiter Fahrt auf (siehe Charts 1 und 2). Die BRIC-Staaten wuchsen zwischen 1980-2010 um rund 6,5% pro Jahr im Schnitt (reales BIP), während die Länder der Eurozone um knapp zwei Prozent und die USA um 2,8 Prozent zulegen. Im laufenden Jahrzehnt dürfte das Wachstumstempo der BRICs wohl zumindest zweimal so hoch sein wie das der USA oder der Eurozone.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Siehe Bordo (2002, 2000), Bordo, Taylor und Williamson (2003), Flandreau (2003), Eichengreen (2011, 2008<sup>2</sup>), Eichengreen und Park (2012), Cline (2010) und Posen (2013).

<sup>2</sup> Siehe Findlay and O'Rourke (2007). Rohstoffmärkte und Migrationsströme kehrten nach dem Ersten Weltkrieg jedoch nicht in gleichem Maß zur Globalisierung zurück.

<sup>3</sup> Obstfeld und Taylor (2003).

<sup>4</sup> Obstfeld (2013) zählt in den Jahren von 1973 bis 2006 43 Währungs- und fünf Banken Krisen in Industrieländern, aber 84 Währungs-, 57 Banken- und 74 Solvenz Krisen in Entwicklungsländern, und seither außerhalb der Eurozone sechs Solvenz-, neun Währungs- und 21 Banken Krisen.

<sup>5</sup> Siehe O'Neill (2013, 2011).



## Atlantisches Fragment?

Transatlantische Kreditkrise ging mit außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten einher

Die große transatlantische Kreditkrise<sup>6</sup>, die die USA und Teile Europas ab 2007 erfasste, brachte in kurzer Folge die Banken- und Kapitalmärkte, nachfolgend die Weltwirtschaft und den Welthandel in Unordnung und belastete anschließend die öffentlichen Haushalte schwer. In den Boomjahren fielen die öffentliche Hand und die Marktteilnehmer angesichts der Dynamik bestimmter Marktsegmente hinter ihre eigenen Kontrollansprüche zurück und verloren den Überblick über die Risikoverteilung im System und damit die Kontrolle. Dazu trug der rapide Anstieg der Bruttoauslandsverbindlichkeiten und -forderungen insbesondere der USA und des Vereinigten Königreichs – mithin der beiden Weltfinanzzentren – seit Anfang der neunziger Jahre bei, der mit einem rapiden Anstieg der finanziellen Offenheit der OECD-Länder einherging. Kredittransaktionen dominierten Aktienaktivitäten bei weitem. Zugleich stiegen außenwirtschaftliche Ungleichgewichte massiv an. Der Kreditboom und die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte bargen Risiken und erwiesen sich als brandgefährlich.<sup>7</sup>

Europas Finanzmarkt noch von Krise geprägt

In Europa sind die Verflechtungen und Rückkopplungen zwischen öffentlichen und privaten Schuldenproblemen besonders virulent, mit gravierenden Folgen für die Finanzmärkte. Nach der unmittelbaren Stabilisierung angeschlagener Finanzinstitute und der Konjunktur rückten eine strengere und umfangreiche Regulierung der Finanzmärkte, eine lockere Geldpolitik, die Haushaltskonsolidierung und strukturelle Reformen zur Stärkung der Wachstumskräfte in den Vordergrund. Die mittelfristigen Folgen dieses seit 2010 vorherrschenden „policy mix“ für die Finanzmärkte sind bislang schwer zu beurteilen. So stellt der IWF fest, dass die Kreditwirtschaft in den Krisenländern des Euro-Währungsgebiets weiterhin gestört ist, trotz einer begrenzten Öffnung des Refinanzierungsmarkts und einer gewissen Entspannung auf dem Euro-Geldmarkt. Ganz generell hat die Finanzmarktintegration in der EU erhebliche Rückschläge erlitten und erholt sich erst allmählich.<sup>8</sup>

Integration war anfänglich durch Euro getrieben

In diesem fragilen weltwirtschaftlichen Umfeld verwundert es nicht, dass auch die seit Anfang der achtziger Jahre anhaltende Tendenz zur wachsenden Integration des internationalen Finanzsystems durch die Krise in Mitleidenschaft gezogen worden ist. Diese Integration wurde von der stärkeren Integration der nationalen Kapitalmärkte in der EU im Zuge der Einführung des Euro und des Aktionsplans der EU für die Finanzdienstleistungen begünstigt und durch das wachsende transatlantische Bankgeschäft sowie den Wertpapier- und Derivatehandel getrieben.

Asiens Aufstieg trug zur finanziellen Globalisierung bei

Phasenweise trieb die wachsende Verflechtung großer asiatischer Volkswirtschaften mit den USA auch die globale Integration der Finanzmärkte mit an, aber mit dem Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte seit 2010 hat sich dieses Phänomen etwas abgeschwächt. Zudem befindet sich Asien auf dem raschen Weg zu tieferer realwirtschaftlicher regionaler Integration, die auch von ersten Ansätzen einer tieferen finanziellen und währungspolitischen Integration um den Anker des „Greater China“ (China, Hongkong, Taiwan) herum begleitet wird. In den Jahren der Krise stehen in der transatlantischen Herzkammer des internationalen Finanzsystems im sechsten Jahr nach Ausbruch der Krise wiederbelebte Integrationsprozesse in einigen Segmenten markanten Einbrüchen in der Kapitalverflechtung und der Integration in anderen Segmenten unvermittelt gegenüber.

All dies vollzieht sich nicht in einem luftleeren Raum, sondern wird durch makroökonomische Entwicklungen, geld- und wirtschaftspolitische Maßnahmen, neue

<sup>6</sup> Zur Einordnung in die Geschichte der Finanzkrisen siehe Schularick und Taylor (2012), Rhee und Posen (2013), Reinhart und Rogoff (2009) und Gorton (2012).

<sup>7</sup> Obstfeld (2013, 2012), Borio und Disyatat (2011), Acharya und Schnabl (2009).

<sup>8</sup> Siehe IWF (2014) mit einer umfassenden Bestandsaufnahme, darin u.a. Laeven und Tresselt (2014a und b), und die verschiedenen Berichte der EZB zur Finanzmarktintegration, zuletzt EZB (2014).

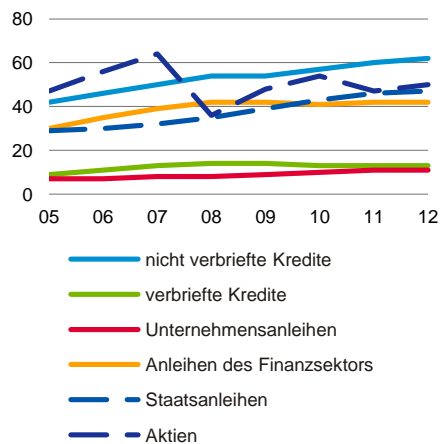


## Atlantisches Fragment?

Globale Vermögenswerte

4

in Bio. USD

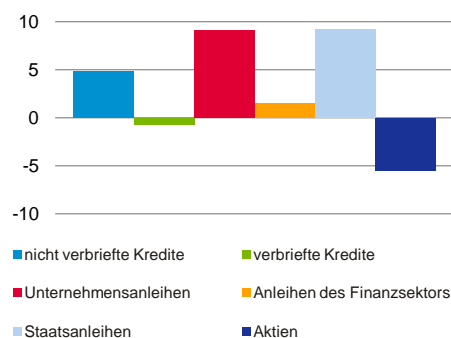


Quelle: McKinsey Global Institute

Durchschnittliche Wachstumsrate  
2007 - 2012

5

in %



Quelle: McKinsey Global Institute

Verhaltensweisen der Finanzmarktakteure und Änderungen in den regulatorischen Rahmenbedingungen beeinflusst. Ob eine Rückkehr zum Trend zur Integration des atlantischen Finanzmarkts einsetzen oder aber die Fragmentierung Oberhand erhalten wird, ist derzeit offen. Der führende Wirtschaftshistoriker Barry Eichengreen schreibt mit einem koreanischen Kollegen dazu, die derzeit unzureichende internationale Koordinierung regulatorischer Reformberge die Gefahr von Konflikten und einer Fragmentierung der globalen Finanzmärkte. Zudem seien die Auswirkungen der Finanzmarktregulierung auf das Wirtschaftswachstum schwer zu verstehen.<sup>9</sup>

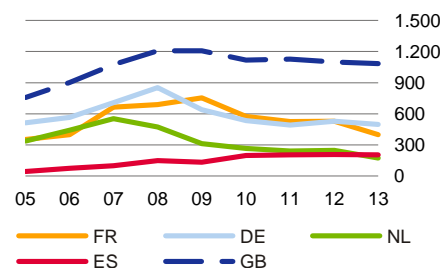
Generell hat die Krise die Trendlinien einiger großer Kapitalmarktaggregate verändert (siehe Charts 4 und 5). Während die Staats- und Unternehmensanleihen seither einen Boom erlebt haben, stagnierten die Anleihen des Finanzsektors. Beides verwundert den Betrachter wohl kaum. Die Kredite sind nur moderat gewachsen, die verbrieften Kredite sind in der Korrektur der Exzesse leicht gesunken, die Aktien sogar moderat gesunken.

Im internationalen Bank- und Kapitalmarktgeschäft ist vor allem auffällig, dass die ungelöste Krise in vielen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets, aber auch von anderen EU-Staaten dazu geführt hat, dass sich führende Banken aus der EU aus dem US-Geschäft zurückgezogen haben, während sich US-Banken zunehmend in der EU engagieren (siehe Charts 6 und 7). Für andere große Bankengruppen lässt sich kein Rückzug aus dem Ausland als Trend festmachen. Bei den Portfolioinvestitionen zwischen der EU und den USA ist festzustellen, dass die Aktieninvestitionen nach der Krise in jede Richtung jeweils auf etwa die Hälfte einbrachen. Die EU-Anlagen in US-Aktien haben sich rasch erholt, aber die Aktienmärkte der EU sind noch kein attraktives Anlageziel für US-Investoren. Gleiches gilt für die Anleihen (siehe Charts 8 und 9). Der transatlantische Derivatemarkt hat sich vergleichsweise normal entwickelt (Chart 10). Auf die beiden Märkte entfallen 85-89% des Weltvolumens. Bei den Direktinvestitionen gelang es 2011, den Einbruch der Krisenjahre zu überwinden.<sup>10</sup> Der Dollar spielt auf den Devisenmärkten noch immer die führende Rolle, und Transaktionen in Euro liegen auf Platz 2. Auch im Hinblick auf den Anteil der beiden Wirtschaftsräume an den jeweiligen Weltindikatoren liegen die beiden Regionen trotz stetigen Rückgangs nach wie vor vorn. Mit 11% der Bevölkerung werden noch immer 45% des Welt-BIPs produziert und ein Viertel der Weltexporte und ein Fünftel der Importe erzielt. Bei den Bankaktiva liegen die EU mit 41% der Welt (2011) und die USA mit knapp 12% vorn.

Bankkredite an die USA aus  
großen EU-Mitgliedstaaten

6

in Mrd. USD

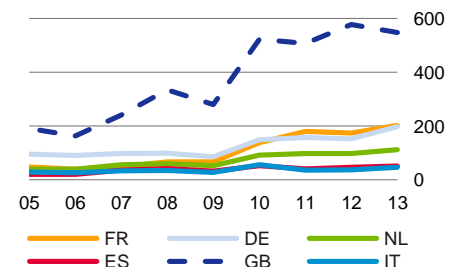


Quelle: BiZ

US-Bankkredite an  
große EU-Mitgliedstaaten

7

in Mrd. USD



Quelle: BiZ

<sup>9</sup> Eichengreen und Park (2012), siehe auch Véron (2012).

<sup>10</sup> Siehe Deutsch (2013).



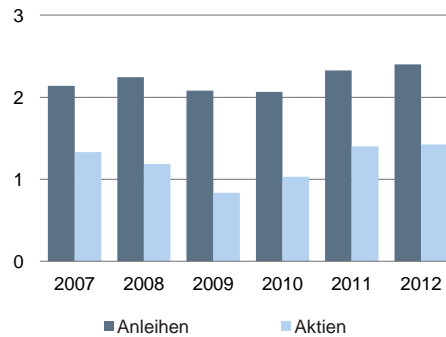


Atlantisches Fragment?

EU-Portfolioinvestitionen in Wertpapieren aus den USA

8

in Bill. USD

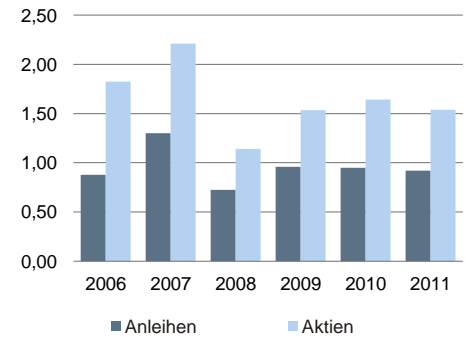


Quelle: US-Schatzamt

US-Portfolioinvestitionen in Wertpapieren aus EU-Staaten

9

in Bill. USD

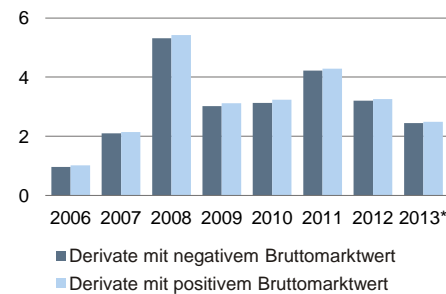


Quelle: US-Schatzamt

Ausstehende Derivate von US-Inländern mit EU-Inländern

10

Nominalvolumen, in Bill. USD



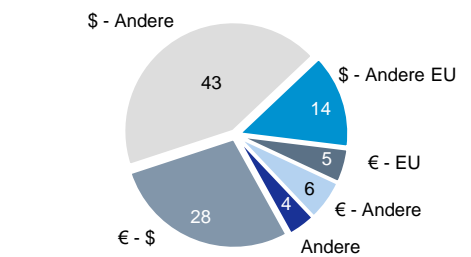
\* Daten aus September 2013

Quelle: US-Schatzamt - Resource Center

Anteile von Dollar und Euro am globalen Umsatz auf dem Devisenmarkt, 2010

11

in %\*, täglicher Durchschnitt



\* weltweiter Umsatz USD 40 Mrd.

Quelle: BIZ

Bilaterale Handelsbeziehungen in Finanzdienstleistungen recht stabil in der Krise

Die bilaterale Beziehung der EU und der USA im Sektor der Finanzdienstleistungen ist durch das Auslandsgeschäft von Tochtergesellschaften und Zweigstellen im Partnermarkt geprägt. Ein gewisses Maß an Stabilität gibt es da auch in Krisenzeiten. So waren 2011 US-Finanzinstitute mit rund USD 430 Mrd. in der EU investiert, während EU-Finanzinstitute mit rund USD 330 Mrd. in den USA engagiert waren.<sup>11</sup> Auf die Finanzbranche entfällt jeweils ziemlich genau ein Fünftel des gesamten bilateralen Auslandsengagements über Direktinvestitionen. Bei den Dienstleistungsverkäufen an Ausländer durch Tochterunternehmen lagen beide Wirtschaftsräume bei Finanzdienstleistungen 2011 mit etwas über USD 100 Mrd. gleichauf. Passend zum Bestandsbild ist auch, dass die US-Unternehmen im grenzüberschreitenden Dienstleistungshandel im Bereich Banken mit der EU einen deutlichen Exportüberschuss verzeichneten (2011: USD 27 Mrd. Einnahmen zu USD 7,6 Mrd. Ausgaben), während es bei Versicherungen andersherum war (USD 3,5 Mrd. Einnahmen bei USD 12,9 Mrd. Ausgaben). Niederlassungs- und Handelsbarrieren klassischer Natur spielen im Bankgeschäft so gut wie keine Rolle mehr.

Im Versicherungsmarkt weist die EU mittlere Hürden auf, mit deutlichen Unterschieden nach Mitgliedstaat und Geschäftsfeld. Der US-Markt weist im grenzüberschreitenden Geschäft noch mittlere, bei Niederlassungen nur geringe Hürden auf. Die durch die Einzelstaaten betriebene Aufsicht führt aber immer wieder zu Komplikationen für Auslandsinstitute.

<sup>11</sup> Siehe Deutsch (2013) zu diesen und den folgenden Angaben.



Grundsätzlich dominiert im transatlantischen Bank- und Wertpapiergeschäft das Großkundensegment. Retailprodukte für die Finanzverbraucher auf der anderen Seite des Atlantiks werden nur in wenigen Segmenten direkt vertrieben, etwa im Fondsgeschäft, bei Kreditkarten, im Versicherungsgeschäft oder anderen kleinen Bereichen.<sup>12</sup> Allerdings sind manche EU-Banken über Tochtergesellschaften im Konsumentengeschäft in den USA tätig; in umgekehrter Richtung ist weniger Engagement in diesem Segment zu verzeichnen.

## Die G20-Regulierungsagenda

Pittsburgher Gipfel legte Reformkurs  
2009 fest

Breiter Konsens besteht seit 2009 darüber, dass die Regulierung der internationalen Kapitalmärkte angesichts der massiven Krise in vielen der entwickelten Volkswirtschaften grundlegend gestärkt und verbessert werden muss. Unter anderem wurde auch dazu die Gruppe der 20 Staaten (G20) gegründet, die insbesondere auf dem Gipfel von Pittsburgh Ende September 2009 die Leitplanken für die neue Regulierung der Kapitalmärkte beschlossen hat.<sup>13</sup> Das Financial Stability Forum wurde zum Board aufgewertet und steht als Rat- und Taktgeber für die Regierungschefs seither zur Verfügung. Konsens bestand, dass die erforderliche Stärkung der Finanzsysteme durch den Aufbau von Kapital und Liquidität im Bankensektor, die Möglichkeit zur effizienten Abwicklung von gescheiterten Finanzinstituten, besondere Vorkehrungen für die Abwicklung großer, vernetzter Institute (Too big to fail-Problem [TBTF]), höhere Transparenz bei Derivaten durch die Schaffung von zentralen Gegenparteien und Handelsplattformen, über die das Geschäft mit Standardkontrakten abzuwickeln ist, sodann Meldepflichten, besondere Sicherungsvorkehrungen für solche Infrastruktureinrichtungen und eine Reihe ergänzender Maßnahmen umgesetzt werden sollte. Mit insgesamt 49 Vorhaben nahm der Regulierungszug Fahrt auf, und im Laufe der Zeit kamen mit der Regulierung von „Schattenbanken“<sup>14</sup>, Vergütungsregeln in der Finanzbranche (nur in der EU) und bankstrukturpolitischen Themen weitere Ansätze hinzu. Jüngst konstatierten die Finanzminister und Notenbankchefs der G20 auf ihrem Treffen in Sydney am 22. und 23. Februar 2014, dass bis zum Brisbane-Gipfel am 15./16. November 2014 die wesentlichen Rechtsakte zur Stärkung von Finanzinstituten, zur Beendigung von TBTF, zur Kontrolle von Risiken im Schattenbankwesen und zur höheren Sicherheit im Derivategeschäft abgeschlossen sein sollen.<sup>15</sup> Man hinkt allerdings etwas hinter dem Pittsburgher Zeitplan her.

Internationale Konsistenz steht auf  
der Agenda, aber Fragmentierung ist  
die Praxis

Gleichwohl erkannten sie an, dass dabei die Integration des internationalen Finanzmarkts nicht einer Fragmentierung zum Opfer fallen soll, unnötige Kosten für die Wirtschaft zu vermeiden seien, dem Grundsatz nach die wechselseitige Anerkennung von in den Ergebnissen gleichwertiger Regulierung praktiziert werden und man sich auf die Aufsicht und Überwachung durch die jeweiligen Heimatsysteme verlassen sollte. Dies könnte harmloser kaum klingen, entspricht es doch vollständig der G20-Zielsetzung vom Pittsburgher Gipfel, einen einheitlichen Regelrahmen für die globalen Kapitalmärkte in den wesentlichen Bestimmungen zu setzen, um Schwächen im Gesamtsystem zu meiden, regulatorischer Arbitrage entgegenzuwirken und finanzaufsichtsrechtlicher Effizienz nachzukommen. Dennoch mahnte selbst der FSB an, dass es um die internationale Konsistenz noch nicht gut bestellt sei und man hart daran arbeite.<sup>16</sup> Kritische Stimmen aus der Öffentlichkeit fassen den Zwischenstand eher unter der

<sup>12</sup> Lannoo (2013).

<sup>13</sup> Communiqué. Leaders' Statement. The Pittsburgh Summit. 24-25. September 2009. Zur Geschichte der G20 siehe Hajnal (2014).

<sup>14</sup> Siehe zum Überblick über die diesbezüglichen Regulierungsaktivitäten BdB (2014).

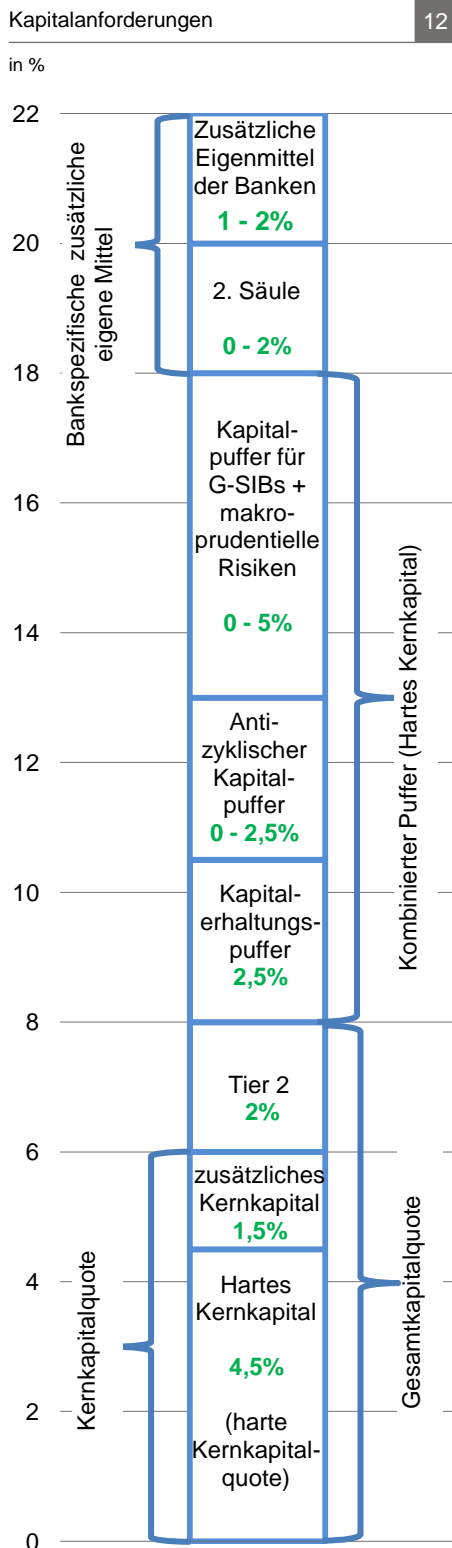
<sup>15</sup> Communiqué des Treffens der Finanzminister und Notenbankgouverneure in Sydney. 22. Februar 2014.

<sup>16</sup> FSB (2014).





## Atlantisches Fragment?



Überschrift „Balkanisierung“<sup>17</sup> und „Fragmentierung“ zusammen. Naturgemäß ist die Regulierungsagenda an sich schon restriktiv angelegt, so dass auf mögliche Nebenwirkungen für tragfähiges wirtschaftliches Wachstum und auf die Stabilität des internationalen Finanzsystems durchaus zu achten ist. Bei der Frage, ob ein international konsistentes Vorgehen erreicht wird, geht es nicht um eine nebensächliche, sondern um eine wirtschaftspolitisch ganz zentrale Frage.

Die scheinbar harmlose Sprache des G20-Finanzminister-Schlussdokuments von Sydney verdeckt jedoch nicht, dass sich im Zuge der Umsetzung der G20-Vorhaben in wesentlichen Teilbereichen starke transatlantische Divergenzen und Umsetzungslücken jenseits des transatlantischen Raumes herausgebildet haben, die de facto die weltweiten Kapitalmärkte in diesem Jahrzehnt qua Regulierung deutlich fragmentieren dürften. Zwar sind insbesondere die EU und die USA weit darin fortgeschritten, in jedem der wesentlichen Regulierungsschritte die letzten Regelwerke zu erlassen, aber sie haben dabei die internationale Konsistenz zumindest vorübergehend geopfert.<sup>18</sup> Dies gilt sowohl für die Kapital- und Liquiditätsregeln, als auch für die Regelwerke im Derivatebereich. Die Regelwerke für die Abwicklung von Finanzinstituten sind noch nicht vollständig umgesetzt, sind sich aber immerhin ähnlich; die besonders komplexen grenzüberschreitenden Kooperationsmechanismen, die man dazu braucht, werden erst allmählich bearbeitet.

## Divergenzen in der Regelsetzung

### Eigenkapitalstandards

In der G20 war Konsens, dass die Kapitalausstattung von Banken und ihre Liquiditätsposition regulatorisch zu verbessern waren, und zwar weltweit. Daher hat man in kürzester Zeit im Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht ein neues Regelwerk für die Kapitalausstattung erarbeitet (Basel 2.5 und 3). Es gelten spezifisch höhere Anforderungen für das Handelsbuch und verbriefte Wertpapiere von Banken (Basel 2.5). Die EU hat die neuen Kapital- und Liquiditätsstandards von Basel 3 gesetzlich im Juli 2013 beschlossen, und dies wird nun bis 2019 vollständig umgesetzt. Die USA haben die Kapitalvorschriften von Basel 3 über eine Regulierung der Notenbank und des beim Schatzamt angesiedelten Office of the Comptroller of the Currency ebenfalls im Juli 2013 umgesetzt.<sup>19</sup> Wichtige andere G20-Nationen haben die Regeln auch implementiert.<sup>20</sup> Das Regelwerk für die Liquiditätsausstattung ist jedoch erst teilweise erarbeitet worden. Weitere Arbeiten im Baseler Ausschuss zu einer ganzen Reihe von wichtigen Fragen, etwa der Risikogewichtung von Forderungen, sind weiterhin im Gange.

Die Kapitalanforderungen werden in den USA und der EU gemäß Basel 3 deutlich erhöht. Die Bestimmungen für das Kapital wurden weitaus strenger gefasst. Die allgemeinen Kapitalanforderungen werden erhöht: die Verluste absorbierende Kernkapitalquote muss von 4% auf 6% und, darunter, das harte Kernkapital von 2% auf 4,5%, erhöht werden. Die Gesamtkapitalquote muss weiterhin, wie unter Basel 2, bei mindestens 8% der risikogewichteten Aktiva liegen (6% hartes Kernkapital plus zwei Prozent zusätzliches Tier 2-Kapital). Ein Kapitaler-

<sup>17</sup> Economist (2014a, 2013).

<sup>18</sup> Eine erste Dokumentation findet sich in EU-U.S. Coalition on Financial Regulation (2012). Eine umfassende Bestandsaufnahme der EU-Regulierung findet sich in Europäische Kommission (2014c).

<sup>19</sup> Federal Register (2013).

<sup>20</sup> Siehe neben den Berichten des Baseler Ausschusses (2013) auch Atlantic Council (2013), Johnson und Schott (2013), Lannoo (2014), Ingves (2013) und zur wirtschaftlichen Entwicklung in beiden Bankenmärkten Schildbach (2013).



## Atlantisches Fragment?

Zahlreiche Kapitalpuffer und -zuschläge können erhoben werden

haltungspuffer an hartem Kapital in Höhe von 2,5 Prozentpunkten als „atmender Kapitalpuffer“ kommt verpflichtend für alle Banken hinzu. Zusätzlich können die Behörden einen Puffer für zyklische Zwecke in Höhe von bis zu 2,5 Prozentpunkten festlegen. Darüber hinaus wird ein Zuschlag in Höhe von einem bis zu 3,5 Prozentpunkten für global systemisch signifikante Banken (G-SIBs) eingeführt. Ein optionaler Aufschlag von bis zu 5% für systemische oder makroprudentielle Risiken kann von EU-Mitgliedstaaten in einem abgestuften Genehmigungsverfahren für das gesamte Finanzsystem oder einzelne Institute beschlossen werden; zusätzlich können Anforderungen an die Unterlegung von verschiedenen Forderungsarten erhöht werden. Ganz generell können die Behörden weitere Eigenmittelanforderungen für einzelne Institute im Zuge der aufsichtlichen Überprüfung beschließen. Die systemischen Puffer sollen miteinander verrechnet werden können.

Gewisse Unterschiede haben sich ergeben

Bis 2019 werden alle neuen Instrumente und Anforderungen stufenweise eingeführt. Unterschiede zwischen der EU und den USA bleiben bei den anrechenbaren Instrumenten für hartes Eigenkapital (stille Beteiligungen bleiben in der EU erlaubt, die Konsolidierung von Bank- und Versicherungsgeschäft in einer Gruppe bei einer sauberen Addition der Kapitalanteile ebenfalls) und bei besonderen Bestimmungen für Gruppen von Finanzinstituten bestehen. Zudem verbietet der Dodd-Frank Act die Verwendung von Ratings der einschlägigen Rating-Agenturen im US-Aufsichtsrecht, weswegen die Baseler Vorschriften insofern doch nicht ohne Veränderung umgesetzt wurden. Inwiefern sich aus den vielen Flexibilitätsoptionen in der EU, aber auch durch die Unterschiede zwischen den USA und der EU starke wettbewerbsverzerrende Effekte im jeweiligen Markt und über den Atlantik ergeben, bleibt abzuwarten. Der regulatorische „Spielraum“ dafür ist jedenfalls vorhanden. Eine kritische Diskussion hat sich bereits über Vorschläge der Bank of England vom Februar 2014 entzündet, mit der die Aufsichtsregeln für ausländische Banken im Vereinigten Königreich durch die Gastlandaufsicht strenger gefasst werden sollen.<sup>21</sup>

Ausmaß von Fragmentierung hängt von Anwendung und Aufsicht ab

Die jeweiligen Jurisdiktionen müssen schließlich eine Balance finden, in der die Anforderungen aus Sicht der Finanzstabilität mit der Wettbewerbsfähigkeit des Standorts abgeglichen werden. Es zeichnet sich ab, dass insbesondere die größeren und kleineren westlichen Weltfinanzzentren (USA, UK, Schweiz), aber auch einige asiatische Standorte besonders hohe Anforderungen etablieren. Der Rechtsrahmen liegt nun fest, aber erst die Nutzung der Optionen und die Aufsichtspraxis werden zeigen, wie die Balance gefunden wird und inwiefern sich dies auf den Standortwettbewerb auswirkt. Es spricht einiges dafür, dass sich die EU und die USA auf ein ähnliches Sicherheitsniveau begeben sollten, um nicht zu regulatorischer Arbitrage Anlass zu geben.

Zielkonflikt zwischen Aufsicht und dem Wettbewerb der Finanzplätze muss gemanagt werden

### Die „Foreign Banking Organization“-Entscheidung der USA

USA haben Aufsicht für Auslandsbanken verschärft

Die USA haben zudem in einem sehr kontroversen Schritt im Februar 2014 besondere Anforderungen an Auslandsbanken beschlossen, die für das Bankgeschäft in den USA, das außerhalb von Zweigstellen durchgeführt wird, ab einer Höhe der Gesamtvermögenswerte von USD 50 Mrd. bis Juli 2016 eine spezielle Holding mit besonderen Kapital-, Liquiditäts- und Aufsichtsaufgaben gründen müssen. Hierbei hat die Fed entsprechende allgemeine Regelungen im Dodd-Frank Act<sup>22</sup> streng interpretiert. Die Kapitalanforderungen werden jedoch nur gemäß Standardansatz erfüllt werden müssen, Liquidität wird für einen 30-Tage-Stresstest vorgehalten werden müssen (separat auch für Niederlassungen für die ersten 14 Tage einer solchen Periode), und die Einhaltung der bindenden US Leverage Ratio ist ab 2018 vorgesehen. Anforderungen an Stresstests,

<sup>21</sup> Bank of England (2014).

<sup>22</sup> Siehe Kern (2010) für einen Überblick über das Gesetz (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. H.R. 4173), das am 21. Juli 2010 in Kraft trat.



## Atlantisches Fragment?

### Geografische Aufsichtspolitik strittig

Risikomanagement und Kapitalplanung kommen hinzu. Dies zwingt einige Auslandsinstitute, ihr US-Engagement zu restrukturieren. Des Weiteren könnten die Anforderungen dazu führen, dass de facto Kapital und Liquidität in weit höherem Maß in den USA vorgehalten werden müssen, als dies aus betriebswirtschaftlichen oder aufsichtsrechtlichen Gründen auf globaler Ebene notwendig wäre.<sup>23</sup> Die USA sind u.a. von der Europäischen Kommission dafür kritisiert worden, sich vom Prinzip der gruppenorientierten Bestimmung von Kapitalanforderungen hin zu einem geografischen Konzept zu bewegen und den Grundsatz des Vorrangs der Institutsaufsicht durch die Heimatbehörden zu verletzen, haben sich aber mit Verweis auf die Finanzstabilität in den USA davon nicht abbringen lassen.<sup>24</sup> Die Fed verweist darauf, dass Ende September 2013 genauso viele ausländische Banken die 50-Mrd.-Dollar-Schwelle für strengere Regeln des Dodd-Frank-Gesetzes überschreiten wie inländische, nämlich jeweils 24. Dementsprechend dringlich sei die strengere Regelung des US-Geschäfts von Auslandsbanken gewesen.

### Liquidität, Leverage und andere Regeln

#### Liquiditätsregeln in Arbeit

Darüber hinaus sind erste Liquiditätsregeln beschlossen worden. So müssen hochliquide Aktiva ab 2015 einen Nettoabfluss über 30 Tage abdecken können (Liquidity Coverage Ratio – LCR). Das genaue Regelwerk in der EU ist noch in Arbeit, wird aber von 2015 bis 2018 qua delegierter Rechtsakte der Kommission stufenweise eingeführt. Die vorgeschlagenen US-Regeln zur LCR gehen über die Baseler Anforderungen hinaus und etablieren nicht nur einen Stressfall für die Liquidität, sondern eine härtere Grenze. Ab 2018 müssen zudem gemäß Baseler Ausschuss langfristige Kredite und Wertpapiere mit einer Laufzeit von über einem Jahr durch eine langfristige Refinanzierung vollständig abgedeckt werden (Net Stable Funding Ratio). Die genauen Regelwerke hierzu sind noch in Arbeit.

#### USA haben Leverage Ratio eingeführt

Darüber hinaus wurde die Leverage Ratio (Verhältnis hartes Kernkapital zu bilanziellen und außerbilanziellen Bankaktiva) zunächst als weiches Instrument der Beobachtung mit der Größe drei in Basel 3 eingeführt. Die USA haben traditionell eine nur auf die Bilanzsumme bezogenen Leverage Ratio als Aufsichtsinstrument angewandt. Die US-Behörden sehen ab 2018 eine Leverage Ratio nach Baseler Methodik von 5% für die acht großen, global systemischen US-Bankenholdings vor; die unter diesen Holdings angesiedelten Banken, die unter die Einlagensicherung fallen, müssen eine Quote von 6% einhalten; alle anderen Banken müssen mindestens 3% ab 2018 einhalten; der Baseler Ausschuss hatte 3% empfohlen.

#### EU prüft noch

Die EU hat sich diesbezüglich noch nicht entschieden.<sup>25</sup> Die Leverage Ratio, gemessen als Eigenkapital zu Bilanzsumme nach vergleichbaren Regeln der Rechnungslegung, der großen Banken im Euroraum lag zum Jahresende 2012 bei leicht über drei Prozent, während die Quote der großen US-Banken bei etwas über vier Prozent lag.<sup>26</sup> Dies reflektiert zu einem guten Teil die langfristigen Anreizstrukturen der Vergangenheit, die in den USA unter Basel I die Banken zur Haltung eher riskanter Positionen und die EU-Banken unter Basel II zur Beibehaltung hochvolumiger und margenschwacher Kreditportfolios anregte. Ein harmonisierter Ansatz für die Berechnung diverser Derivate- und Wertpapierkategorien ist jüngst im Baseler Ausschuss entschieden worden. Mit diesem sind einige der Unterschiede, die allein aus der Rechnungslegung resultierten,

<sup>23</sup> Siehe u.a. Economist (2014, 2013).

<sup>24</sup> Siehe zur Verteidigung die Rede des zuständigen Mitglieds des Gouverneursrats des Federal Reserve Systems, Daniel K. Tarullo (Tarullo 2014).

<sup>25</sup> Siehe Ingves (2014, 2013) zu den Arbeiten im Baseler Ausschuss zum Thema.

<sup>26</sup> EZB (2013), Chart A.17.



## Atlantisches Fragment?

### Andere Harmonisierungsvorhaben auf dem Weg

Kapitalzuschläge für globale Banken\* **13**

in %

<b>3,0%</b>
<b>2,5%</b> HSBC JP Morgan Chase
<b>2,0%</b> Barclays BNP Paribas Citigroup Deutsche Bank
<b>1,5%</b> Bank of America Credit Suisse Goldman Sachs Group Crédit Agricole Mitsubishi UFJ FG Morgan Stanley Royal Bank of Scotland UBS
<b>1,0%</b> Bank of China Bank of New York Mellon BBVA Groupe BPCE ICBC ING Bank Mizuho FG Nordea Santander Société Générale Standard Chartered State Street Sumitomo Mitsui FG Unicredit Group Wells Fargo

\* G-SIBs (Global systemically important banks)

Quelle: Financial Stability Board, Stand: November 2013

überwunden worden.<sup>27</sup> So kann ab 2015 konsistent Transparenz hergestellt werden. Komplexe Arbeiten zur Definition und Kalibrierung stehen bis 2017 an, und ab 2018 könnte die Leverage Ratio als bindende Regel auch in der EU eingeführt werden.

Weitere Arbeiten im Baseler Ausschuss sind bei der Methodik für die Bestimmung risikogewichteter Aktiva auf dem Weg, um hier eine stärkere Angleichung herbeizuführen; Banken in der EU weichen in der Risikomodellierung um bis zu 3,5 Prozentpunkte, Banken in den USA um bis zu 2,5 Prozentpunkte in der Eigenkapitalunterlegung von der jeweilig durchschnittlichen Anwendung von Risikogewichten für ansonsten identische Geschäfte ab.<sup>28</sup> Weitere Arbeiten erstrecken sich auf die Definition von notleidenden Krediten in der EU, für die es noch keinen einheitlichen Ansatz gibt. Trotz der grundlegenden Empfehlungen des Baseler Ausschusses und der Einigkeit in den großen Zügen zeigte sich jüngst jedoch, dass nationale Wahlrechte im „Flexibilitätspaket“ der EU für die Eigenmittelanforderungen und Abweichungen vom Mindeststandard nach oben je nach nationaler Interessenlage als erforderlich angesehen wurden.

Generell bleibt festzuhalten, dass angesichts der starken Unterschiede im Bankgeschäft und seiner Regulierung über den Atlantik hinweg kurzfristig kein vollständig harmonisierter Weg möglich scheint.<sup>29</sup> Zwar weisen die Großbanken ebenso wie der gesamte Bankensektor auf beiden Seiten des Atlantiks sehr ähnliche Kernkapitalquoten auf, aber die Risikointensität der Bilanzen ist doch sehr unterschiedlich. EU-Banken halten viel risikoarmes Geschäft auf den Büchern, das in den USA traditionell über den Wertpapiermarkt läuft. Die aggregierte Bilanzsumme, gemessen am BIP, liegt in der EU bei etwa dem Vierfachen des US-Wertes (nicht bereinigt um Unterschiede in der Rechnungslegung). Konjunktur- und Strukturunterschiede haben zudem dazu geführt, dass sich die Erträge von US- und europäischen Banken seit 2010 sehr unterschiedlich entwickelt haben.<sup>30</sup> Während große US-Institute die Eigenkapitalrendite im Schnitt von unter zwei Prozent 2009 wieder auf über neun Prozent im zweiten Quartal 2013 erhöhen konnten, mussten die Banken im Euroährungsgebiet (DJ EURO STOXX-Banken) eine Verschlechterung auf nahe null Prozent hinnehmen. Von den zwischen zehn und 18 Prozent liegenden Vorkrisenniveaus sind beide Bankengruppen heute noch deutlich entfernt. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis der US-Institute lag zuletzt etwa bei eins, während dies im Euroährungsgebiet nur rund 0,6 erreichte. Trotz einer erheblichen Konsolidierung bei der Zahl der Institute (Euroraum: -9% auf konsolidierter Basis zwischen 2008 und 2012) und um knapp 12% gesunkener Vermögenswerte im Zuge des „deleveraging“ gelang es dem Bankensystem des Euroraums bislang nicht, eine gravierende Profitabilitätsschwäche überzeugend zu überwinden, bei großer Heterogenität zwischen Krisenländern und stabilen Mitgliedstaaten. Zwar machten die Banken nur 2011 aggregierte Verluste, aber 2012 war nur leicht besser. In sieben Ländern machte das Bankensystem noch 2012 insgesamt gesehen Verluste, und die Verlustrückstellungen für Kredite sind im Euroraum seit 2008 stetig angestiegen. Erst mit der 2014 einsetzenden konjunkturellen Erholung dürfte sich allmählich auch die Ertragslage der Banken verstärken.

Dies alles hat dazu geführt, dass manche der Ansicht sind, die US-Banken seien nicht nur stärker kapitalisiert und hätten mit weitaus geringeren drohenden Verlusten zu kämpfen, sondern müssten auch das strengere Regelwerk erfüllen. Dagegen sei zumindest bis zum Abschluss der verschiedenen vorbereitenden Schritte zum Beginn der Aufsicht im Einheitlichen Aufsichtsmechanismus der EZB (also Bilanzprüfung, umfassende Risikoprüfung, Stresstest durch EBA und

<sup>27</sup> US GAAP lässt die Berechnung von Nettopositionen im Derivate- und Repogeschäft mit einer Gegenpartei zu, IFRS nicht.

<sup>28</sup> Siehe Byres (2013). Die derzeit praktizierten Modellierungen und Anwendungen lassen noch so viel Spielraum zu, dass Bank A ein völlig gleiches Geschäft anders als Bank B bewertet.

<sup>29</sup> Siehe Schildbach (2013) zu den grundlegenden Trends.

<sup>30</sup> Siehe EZB (2013).





## Atlantisches Fragment?

EZB) die Lage in der EU noch nicht ausreichend einzuschätzen.<sup>31</sup> Die Europäische Kommission hat hingegen festgestellt, dass die EU-Banken zwischen 2009 und 2012 knapp EUR 500 Mrd. an zusätzlichem Eigenkapital gebildet haben (+27%). Die mittlere Kernkapitalquote stieg von 8,7% (2008) auf 12,7% (2012) an. Auch die Leverage Ratio stieg für Großbanken auf knapp 3%, während diese für alle anderen Banken recht stetig bei 3,4% liegt.<sup>32</sup> Richtig ist wohl, dass die ähnlichen Regulierungsänderungen auf Bankensysteme diesseits und jenseits des Atlantiks in einer stark divergierenden strukturellen und zyklischen Lage treffen. Angesichts der mehrere Jahre erfordernden Genesung des Bankensystems vor allem des Euroraums wird sich die Divergenz selbst bei einer gelungenen zyklischen Erholung des Euroraums nicht rasch abbauen lassen, sondern vermutlich noch einige Jahre fortsetzen. Das genaue Profil wird unter anderem von der europäischen Politik für den Bankensektor abhängen.

### Abwicklung und Sanierung von Finanzinstituten

Finanzinstitute müssen  
scheitern können

Sollten all die neuen Kapital- und Liquiditätsanforderungen gleichwohl nicht ausreichen, die Insolvenz eines großen Finanzinstituts zu verhindern, sind umfassende Vorkehrungen für die geordnete Abwicklung und Sanierung von Finanzinstituten auf den Weg gebracht worden. Regierungen, Parlamente, Aufseher, Notenbanken und andere Marktteilnehmer wollen nicht noch einmal vor die Situation gestellt werden, innerhalb eines Wochenendes ohne brauchbaren Rechtsrahmen, taugliche Informationen und Instrumente Rettungsentscheidungen zugunsten eines strauchelnden Finanzinstituts zu Lasten des Steuerzahlers treffen zu müssen, statt den Weg einer geordneten Abwicklung gehen zu können. Besonders virulent war dieses Anliegen im Hinblick auf große, systemisch relevante Finanzinstitute. In der EU fehlte jedoch ohnehin ein einheitlicher Rechtsrahmen, in den Mitgliedstaaten gab es in der Regel kein besonderes Bankeninsolvenzrecht für die Abwicklung von Finanzinstituten, und in den USA existierte der Rechtsrahmen vor Verabschiedung des Dodd-Frank Act nur für Einlageninstitute, nicht aber für Investmentbanken oder Versicherungen.

#### *Abwicklung systemischer Institute*

FSB legte Kriterien und  
regulatorischen Fahrplan fest

In der G20 und dem FSB hat man sich daher auf einheitliche Prinzipien für die Sanierung und Abwicklung von großen Finanzinstituten geeinigt. Dementsprechend sollen die Behörden eng zusammenarbeiten, Krisenmanagementgruppen einrichten, Pläne für die Abwicklung im Insolvenzfall ausarbeiten und für einzelne Unternehmen konkrete Kooperationsregeln für die Behörden festlegen.

Abwicklungsregeln in EU und USA  
sind auf dem Weg

Während die USA zu Beginn der Krise bereits über einen entsprechenden nationalen Rechtsrahmen und mit der FDIC über eine Behörde für diesen Zweck in vielen konkreten Fällen verfügten,<sup>33</sup> mussten die EU-Staaten zunächst einmal die institutionellen Gegebenheiten und den Rechtsrahmen für Finanzinstitute im Allgemeinen und für große Finanzinstitute im Besonderen entwickeln.

<sup>31</sup> Diese Meinung findet sich in politischen Institutionen der USA ebenso wie in den Ansichten von Think Tanks, siehe Atlantic Council (2013), Johnson und Schott (2013) und Lannoo (2014) mit Hinweisen dazu.

<sup>32</sup> Siehe Europäische Kommission (2014c), S. 65f.

<sup>33</sup> Allerdings gilt das nur für Einlageninstitute. In der Finanzkrise zeigte sich, dass andere Finanzinstitute, z.B. Investmentbanken, spezielle Lösungen durch die Regierung und die Notenbank erforderten, da die FDIC nicht zuständig war. Mit dem Dodd-Frank Act ist diese Lücke geschlossen worden. Siehe zu diesen Ereignissen Blinder (2013), Paulson (2010), Stein (2009) und Wessel (2009).



## Atlantisches Fragment?

Zu regeln sind die Definition der systemischen Institute, dann das besondere aufsichtliche Vorgehen und, entscheidend, der gesamte besondere Rechtsrahmen für die Abwicklung und Sanierung.<sup>34</sup> Die Definition erfolgte im FSB nach einheitlichen Kriterien. In den USA trifft dies acht Kreditinstitute, in der EU 14 (siehe Übersicht). Bei den Versicherungen sind es nur wenige Institute (fünf in der EU, drei in den USA). Auch bei den Aufsichtsinstrumenten und den Anforderungen an die Verlustabsorption wurde versucht, streng abgestimmt vorzugehen, um den Wettbewerb im Kapitalmarkt nicht zu verzerren. Der FSB mahnte jüngst an, dass u.a. bei inländisch signifikanten Banken und außerhalb des Bankenbereichs noch nachgesteuert werden müsse.<sup>35</sup> Bei den G-SIBs sind die genauen Regeln für Kapital und Liquidität zudem schon wieder unterschiedlich.

Internationale Konsistenz ist für globale Finanzinstitute erforderlich

In den USA mussten entsprechende Institute (G-SIBs) den Behörden Abwicklungspläne vorlegen. Grenzüberschreitende Krisenmanagementgruppen wurden ebenfalls eingerichtet, aber konkrete Handlungspläne und bilaterale Abmachungen entstehen erst allmählich zwischen den für ein jeweiliges Institut beteiligten Aufsehern. Insgesamt gesehen ist es noch zu früh für eine abschließende Beurteilung der Frage, ob man in diesem Feld zu konsistenten Regeln gelangen kann, da insbesondere die erforderlichen internationalen Komponenten noch nicht vorliegen. Gleichwohl gilt zu bedenken, dass insbesondere geografische Ansätze in der Regulierung von Auslandsbanken wie bei der FBO-Regel der FED – und potenzielle Gegenmaßnahmen in anderen Regionen – dazu führen könnten, ein konsistentes Gesamtwerk für die Abwicklung zu erschweren. Angesichts der noch offenen Diskussion, wann und wie mit einem Ein-Punkt- oder Mehrpunktansatz für die Abwicklung gearbeitet werden soll, besteht noch Hoffnung auf eine stimmige Regelung.

#### Abwicklung generell

Die Abwicklungsregeln müssen zudem auch für alle anderen Finanzinstitute sinnvoll geregelt sein. Auch hier ist neben der speziellen insolvenzrechtlichen Ausgestaltung, die gemeinsamen Grundsätzen folgen sollte, die genaue Aufteilung von Zuständigkeit und Rechtsmitteln der Behörden des Niederlassungsstaats und der wesentlichen Gaststaaten zentral. Sehr schwierig, aber notwendig, ist eine grundsätzliche Einigung über die Herangehensweise bei der Regelung grenzüberschreitender Sachverhalte wie z.B. der unterschiedlichen Jurisdiktionen unterliegenden Derivatebücher im Abwicklungsfall, denn nationale Behörden haben keinen Zugriff auf Verträge, die nach ausländischem Recht abgeschlossen worden sind. Insofern ist international konzertiertes Vorgehen erforderlich. Dies ist bislang rechtlich noch nicht bindend im EU-US-Verhältnis geregelt, zumal im Dodd-Frank Act keine Bestimmungen für die internationalen Aspekte enthalten sind.

Politische Einigung in der EU ist erfolgt

Der Prozess ist weder in der EU noch in den USA abgeschlossen, aber immerhin hat sich die EU im Dezember 2013 im Trilog der drei Brüsseler Institutionen über den allgemeinen Rechtsrahmen (Richtlinie über die Abwicklung und Sanierung von Finanzinstituten) verständigt und zudem am 20. März 2014 das grundsätzliche Regelwerk für die Abwicklung und Sanierung von Banken in der EWU (Einheitlicher Abwicklungsmechanismus und -fonds) politisch festgelegt, während in den USA der Dodd-Frank Act eine Abwicklung systemrelevanter Finanzinstitute auch über Einlageninstitute hinaus ermöglicht.

EU und Euroraum haben Abwicklungsregelungen beschlossen

Die Rechtsakte in der EU müssen noch abschließend beschlossen werden. Die verschiedenen Gesetzeswerke in der EU, die diesen Komplex regeln, enthalten dabei sehr strenge Bestimmungen über die Verlustabsorption in einer Haftungs-

<sup>34</sup> Zur Diskussion des gesamten Themenkomplexes siehe u.a. auch den Abschnitt zur Abwicklung in diesem Heft sowie Zhou et al. (2014).

<sup>35</sup> FSB (2013a).





## Atlantisches Fragment?

kaskade durch Eigenkapital, durch unbesichertes und besichertes Fremdkapital und ggf. durch nicht gesetzlich abgesicherte Einlagen (über EUR 100.000)<sup>36</sup> bis zur Höhe von acht Prozent der Bilanzsumme, was in der Vergangenheit für alle Fälle gereicht hätte. Die Abwicklungsbehörden können das Unternehmen veräußern, ein Brückeninstitut bilden, Vermögenswerte ausgliedern und Gläubiger einbeziehen („Bail-in“). Regeln für die Zusammenarbeit mit Behörden von Drittstaaten sind ebenfalls vorgesehen. Zudem müssen alle Mitgliedstaaten nationale Abwicklungsfonds etablieren, deren Volumen sich nach zehn Jahren auf ein Prozent der versicherten Einlagen belaufen muss. Dies gilt ab 2016. Für die dem Einheitlichen Aufsichtsmechanismus der EZB unterliegenden Banken der 18 Staaten der Eurozone wird ein entsprechender Fonds mit einem Gesamtvolumen in Höhe von EUR 55 Mrd. in der letzten Aufbaustufe eingerichtet. 60% der Fondsmittel sollen in den ersten beiden Jahren eingezahlt werden; der Fonds ist zudem kreditemächtigt.

### Bankstrukturreform

In den USA ist „Volcker Rule“ in Kraft  
getreten

Ein weiteres Feld für potenzielle Divergenzen ergibt sich aus unterschiedlichen Maßnahmen bzw. Politikvorhaben im Bereich der Bankstrukturreform. In den USA beschlossen die fünf Bank- und Wertpapieraufsichtsbehörden der Bundesebene am 10. Dezember 2013 das endgültige Regelwerk für die Bankstruktur („Volcker Rule“), mehr als drei Jahre nach Verabschiedung des Dodd-Frank-Gesetzes. Die Regel verbietet Finanzinstituten mit versicherten Einlagen Eigen-geschäfte und beschränkt das Geschäft von Banken mit Hedge Fonds und Private Equity Fonds, lässt aber weiterhin Hedging, Market Making in Wert-papieren zugunsten eines Kunden, das Handeln in US-Staatsanleihen, für Aus-landsbanken das Handeln in Staatsanleihen des Landes, in dem das Institut niedergelassen ist, und das Handeln in entsprechenden Kommunalanleihen zu. Die Regeln werden ab Mitte 2015 in Kraft treten. Zahlreiche Detailbestimmungen regeln die Tätigkeit von Auslandsbanken in den USA, aber auch im Aus-land. Eingriffsrechte der US-Behörden in das Geschäft von Auslandsbanken sind festgelegt worden. Die Ausnahmen für eindeutig außerhalb der USA statt-findende Geschäfte sind mit einigen Bedingungen versehen, die sich in der Pra-xis noch als restriktiv herausstellen können. Auch würde die Ausnahme hinsicht-lich des Handels mit Staatsanleihen ggf. starke extra-territoriale Auswirkungen entfalten. Die vier mit der Durchführung betrauten Regulierungsbehörden verfü- gen zudem über einen weiten Ermessensspielraum in der Auslegung der Be-stimmungen.

Auslandsbanken sind vielfach  
betroffen

Verschiedene Gesetze zu  
Trennbanken in Mitgliedsstaaten  
der EU

In der EU gibt es höchst unterschiedliche Ansätze zur Bankstrukturreform. So haben Frankreich und Deutschland 2013 Trennbankengesetze beschlossen. Das deutsche Gesetz wird im Juli 2015 wirksam. Das Vereinigte Königreich verfolgt eine Politik des „ring-fencing“ (Vickers-Bericht). Die Aufsichtsorgane haben jeweils einen bedeutenden Spielraum bei der Ausgestaltung der Abspal-tung. Die Europäische Kommission hat zudem im Januar 2014 einen Legislativ-vorschlag entlang der Vorschläge der Liikanen-Gruppe zur Separierung des Bankgeschäfts vorgelegt, der als Verordnung ausgestaltet ist und somit alle nationalen Rechtsgrundlagen sofort außer Kraft setzen bzw. eine Ausnahmege-nehmung für deren Fortbestand von der Kommission erforderlich machen würde.<sup>37</sup> Ähnlich wie bei der „Volcker-Regel“ sollen der Eigenhandel und die Kapitalbeteiligung an Hedge Fonds durch Banken verboten werden. Zudem sollen Handelsaktivitäten vom Einlagen- und Zahlungsverkehrsgeschäft organi-

Vorschläge der Kommission liegen  
vor

<sup>36</sup> Einlagen von natürlichen Personen und kleinen und mittleren Unternehmen sowie Verpflichtungen gegenüber der Europäischen Investitionsbank genießen Vorrang vor Eigen- und Fremdkapital. Vom „bail-in“ ausgeschlossen sind versicherte Einlagen, besichertes Fremdkapital einschließlich Pfandbriefe, Schulden gegenüber Mitarbeitern und eine Reihe anderer kleiner Posten. Siehe Europäische Kommission (2013) und Europäischer Rat (2013).

<sup>37</sup> Europäische Kommission (2014).



## Atlantisches Fragment?

Transatlantische Divergenz  
wahrscheinlich

Internationale Abstimmung noch  
in den Anfängen

satorisch getrennt werden müssen, wenn bestimmte Risikoschwellenwerte erreicht sind.<sup>38</sup> Es besteht noch erheblicher Beratungsbedarf vor einer Einigung auf europäischer Ebene. Je nach Ausgestaltung können weitere Probleme im transatlantischen Verhältnis auftreten, wenn die Regelwerke nicht ineinandergreifen sollten, EU-Regeln für das US-Geschäft der EU-Banken neue regulatorische Konsequenzen nach sich ziehen oder US-Banken im EU-Geschäft direkt tangiert sind; der Verordnungsvorschlag sieht die Anwendung auf Niederlassungen von Nicht-EU-Banken vor, räumt aber der Kommission die Möglichkeit ein, ein Drittstaatenrechtssystem als äquivalent anzuerkennen.

Die verschiedenen regulatorischen Aktivitäten sind erst 2013 auf dem Gipfel von St. Petersburg einer milden Form der G20-Koordinierung unterworfen worden, nämlich einem Prüfauftrag<sup>39</sup>, und werden auch ansonsten durch kein internationales Gremium in Prinzipien, Stoßrichtung oder wesentlichen Regelungspunkten koordiniert. Gleichwohl haben alle diese Entscheidungen bzw. Vorhaben potenziell massive Auswirkungen auf die Bankenmärkte, die Realwirtschaft und die Drittstaaten. Eine gemeinsame Regelung zumindest der grenzüberschreitenden Bestimmungen wäre das Mindestmaß an Zusammenarbeit, mit dem konfligierende Regelungen vermieden werden könnten. Doch davon ist man weit entfernt. Ganz abgesehen davon gibt es, im Unterschied zu den anderen großen Regulierungsvorhaben, in der wissenschaftlichen wie in der politischen Diskussion keinen Konsens darüber, dass mit diesen Trennbankregeln überhaupt die regulatorischen Ziele, die in der G20 gemeinsam beschlossen worden waren, befördert werden können. Insofern droht in diesem Feld eine potenziell große Kluft zwischen dem erwünschten Nutzen und den tatsächlichen Kosten der Regeln, gepaart mit nahezu unvermeidbar komplexen, international inkonsistenten Regeln. Viel zielführender wäre die konsistente Arbeit an der Abwickelbarkeit von global tätigen Finanzinstituten. Traut man dem Rechtsrahmen für die Abwicklung, dann erübrigt sich die Bankstrukturreform weitgehend.

## Derivate

Derivate-Reform	14	
	USA	EU
<b>Gesetzgebung</b>		
Zentrale Abwicklung	4	4
Zentraler Handel	4	4
Meldepflichten	4	4
Kapital	4	4
Einschusspflicht	4	4
<b>Umsetzung</b>		
Zentrale Abwicklung	5	1
Zentraler Handel	5	0
Meldepflichten	5	6
Kapital	3	6
Einschusspflicht	2	1

Gemeinsames Anliegen in der G20 war es zudem, die weltweiten Derivatemarkte neu zu regulieren, um die Intransparenz im System abzubauen, mögliche Ansteckungskanäle zu beseitigen und die Stabilität des Markts ganz generell zu erhöhen.<sup>40</sup> Standardderivate sollen zukünftig über zentrale Plattformen gehandelt und über zentrale Gegenparteien abgewickelt werden. Damit wird für diese Transaktionen das Gegenparteiausfallrisiko beseitigt, da es über die zentralen Kontrahenten abgesichert wird. Im Fall einer Insolvenz eines größeren Finanzinstituts sollen somit systemische Ansteckungseffekte verhindert werden. Derivategeschäfte sollen zudem mit besonderen Sicherheiten unterlegt und an Transaktionsregister gemeldet werden, so dass die Behörden weltweit Transparenz über die Marktverhältnisse herstellen können. Die zentralen Plattformen müssen selbst reguliert werden, und der Zugang dieser Institutionen zur Notenbankliquidität im Krisenfall muss bestimmt werden. Außerbörslich gehandelte Derivate (Over the counter- oder OTC-Derivate) sollen mit Sicherheiten und seitens der Banken mit Eigenkapital unterlegt werden. Dies sind die wesentlichen Stoßrichtungen der Reform.

- 0 - Ausstehend
- 1 - Beratung
- 2 - Vorschlag
- 3 - teilweise in Kraft
- 4 - in Kraft
- 5 - teilweise in Anwendung
- 6 - vollständig in Anwendung

Quelle: FSB 2014

<sup>38</sup> Die Regel soll für die global systemisch signifikanten Banken sowie für alle Banken, die in drei aufeinanderfolgenden Jahren Gesamtvermögenswerte über EUR 30 Mrd. oder Handelstätigkeiten von mindestens EUR 70 Mrd. bzw. 10% der Gesamtvermögenswerte aufweisen, gelten.

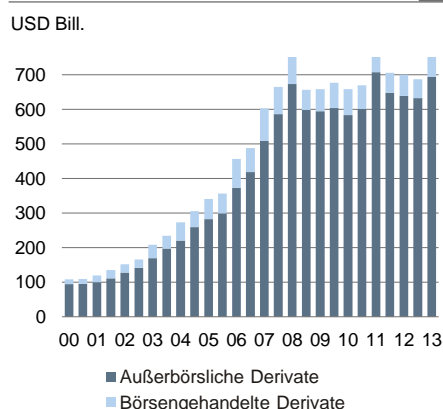
<sup>39</sup> Punkt 68 der Deklaration der Staats- und Regierungschefs des G20-Treffens in St. Petersburg im Jahr 2013: „We recognize that structural banking reforms can facilitate resolvability and call on the FSB, in collaboration with the IMF and the OECD, to assess cross-border consistencies and global financial stability implications, taking into account country-specific circumstances, and report to our next Summit.“

<sup>40</sup> Siehe zum Sachverhalt generell Kaya (2013), Atlantic Council (2013) und FSB (2014b, 2013b).



## Atlantisches Fragment?

Ausstehende Nominalbeträge  
im Derivatemarkt



In den USA ist dies mit der Dodd-Frank-Gesetzgebung im Grundsatz beschlossen worden. Die Regelsetzung durch die zuständigen Regulierungsbehörden (die Securities and Exchange Commission – SEC – und die Commodity Futures Trading Commission – CFTC) hat begonnen. Die CFTC hat wesentliche Regeln beschlossen. Die SEC hat am 25. Juni 2014 erste Regeln und Leitlinien für wertpapierbasierte Derivate und Marktteilnehmer beschlossen. In der EU ist mit der Verordnung zu OTC-Derivaten, Zentralen Gegenparteien und Transaktionsregistern<sup>41</sup>, kurz: EMIR (European Markets Infrastructure Regulation), die wesentliche gesetzliche Grundlage gelegt worden; ein weiterer Teil der Regelungen ist in der Neuauflage der Richtlinie über Märkte für Finanzmarktinstrumente (MIFID 2) enthalten, die sich derzeit im Gesetzgebungsprozess befindet. Die Umsetzung der weiteren Schritte wie die Genehmigung zentraler Handels- und Abwicklungsplattformen ist auf dem Weg.

Die Komplexität der Regelwerke beschäftigt die Marktteilnehmer seit Monaten sehr intensiv. Der Hauptgrund liegt darin, dass die Regelwerke der EU und der USA nicht in allen Belangen miteinander vereinbar sind und der FSB und die G20 die Schaffung international stimmiger Regeln einfordern. Dies gilt auch für die Regulierung von zentralen Gegenparteien selbst, die kooperativ überwacht selbst wiederum effektiv abgewickelt werden können und sicheren Liquiditätsvorschriften unterliegen müssen. In jedem Fall ist das Thema von großer Bedeutung für die Wirtschaft, da das Nominalvolumen des globalen Derivatemarkts in den letzten Jahren über USD 600 Billionen lag, wovon über 80% auf die EU und die USA entfielen.

### Gleiche Ziele, gleiche Methoden aber verschiedene Regeln

Die grundlegenden Prinzipien und Hauptkomponenten der Politik in der EU und den USA sind identisch. Unterschiede bestehen in der Reichweite der unter die Regeln fallenden Adressaten (in den USA alle Marktteilnehmer, in der EU nicht-finanzielle Unternehmen nur ab einem Schwellenwert) sowie Produktkategorien, in der genauen Ausgestaltung der Regeln, in den Meldepflichten (EU: für alle Transaktionen – USA: nur OTC-Derivate; EU: alle Vertragsparteien – USA: nur Finanzinstitute)<sup>42</sup> und den Pflichten für die zentralen Handelsplattformen und Gegenparteien. Da einige der Regeln hochgradig differenziert nach Art des Marktteilnehmers aus Drittstaaten ausgestaltet sind, kommt es in manchen Fällen zu rechtlich unvereinbaren Anforderungen der EU und der USA. Grundsätzlich soll die Abwicklung von grenzüberschreitenden Transaktionen auch durch ausländische zentrale Abwickler möglich sein, wenn gleichwertige rechtliche Bestimmungen der nach ausländischem Recht zugelassenen Institute vorliegen, doch einzelne Regeln wiederum zwingen bestimmte Transaktionen auf bestimmte Marktteilnehmer.

### Ad-hoc-Maßnahmen reichen nicht aus

Das US-Gesetz sowie die Regelwerke differenzieren die Regeln nach Typ der Vertragspartei (ausländischer Broker mit und ohne Zulassung, ausländische Niederlassung eines US-Brokers), nach in- oder ausländischer Gegenpartei und im Hinblick auf Anforderungen an das Finanzinstitut und an die Transaktionen. Die EU-Regeln verlangen Äquivalenzentscheidungen der Kommission über das Rechtssystem von Drittstaaten wie den USA, Einzelzulassungen von Abwicklungseinrichtungen und Handelsregistern und Einschussanforderungen für Drittstaatenanbieter durch die Europäische Wertpapiermarktaufsichtsbehörde (ESMA); die Regelwerke unterscheiden zudem nach Typ des Marktteilnehmers, Produkt und Transaktionsart. Zum Teil regulieren die US-Behörden auch mit dem Rechtsinstrument, bestimmte EU-Transaktionen wie z.B. nicht zentral abgewickelte Derivate einseitig zu genehmigen, behalten sich aber vor, jederzeit die Regel zu ändern.

<sup>41</sup> Verordnung Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister. Amtsblatt der Europäischen Union. 27.7.2012.

<sup>42</sup> In den USA traten die Meldepflichten 2013 in Kraft, in der EU am 12. Februar 2014. Die Meldepflichten sind der Art nach verschieden und haben bereits Vorschläge seitens der BIZ zur Aggregation in ein weltweites Register nach sich gezogen, siehe Economist (2014b).



## Atlantisches Fragment?

### Wechselseitige Anerkennung von Handelsplattformen kein Selbstläufer

Strittig ist auch die wechselseitige Anerkennung von Handelsplattformen, die auf einer Seite genehmigt werden, durch die jeweils andere Jurisdiktion, da sich erneut die Regeln im Detail unterscheiden. Im Februar 2014 wurden immerhin erste Schritte auf dem Weg zur Anerkennung von Handelsplattformen begangen, da die CFTC EU-Handelsplattformen von der Registrierungspflicht und Marktteilnehmer von bestimmten Transaktionsanforderungen befreit hat.

Leider überlappen sich die Regeln teilweise. Immerhin liegen viele Anforderungen an die Institute zur Ausübung ihrer Tätigkeit im Spektrum einer möglichen wechselseitigen Anerkennung, während die meisten transaktionsbezogenen Anforderungen nicht darunter fallen. Besondere US-Regelungen für Geschäfte mit US-Personen im In- und Ausland machen die Regelungen zusätzlich komplex. Für einige Transaktionen werden konfligierende rechtliche Anforderungen nicht ausgeschlossen werden können. Die Derivategeschäfte innerhalb großer Unternehmensgruppen wiederum unterliegen eigenen Regeln.

### „Gemeinsamer Weg nach vorn“ muss bestritten werden

Angesichts dieser praktischen Probleme bemühen sich die Europäische Kommission und die CFTC um einen gemeinsamen Weg hin zur Beseitigung dieser Inkonsistenzen, der am 11. Juli 2013 angekündigt<sup>43</sup> und in einzelnen Punkten bisher beschritten wurde. Gleichwohl ist der Weg zur reibungslosen Verknüpfung der Bestimmungen für die Institute, Infrastrukturen und die Transaktionen noch weit. Inkonsistente Datenanforderungen kommen erschwerend hinzu. Auch treten die Regeln nicht in abgestimmten Zeitpfaden in Kraft. Da keine vollständige Äquivalenzentscheidung für das jeweilige Regelwerk der anderen Jurisdiktion angestrebt wird, müssen einzelne Regelungen geprüft und ggf. anerkannt werden. In der EU trifft die Kommission die Entscheidung, ESMA legt Empfehlungen vor. In den USA entscheiden die zuständigen Behörden selbst. Dieser Prozess dürfte sich über einige Jahre erstrecken, bis alle Einzelregelungen vorliegen und überprüft worden sind. Zum Redaktionende lagen noch keine Äquivalenzentscheidungen vor.

Zwar haben die BIZ und andere jüngst festgestellt, dass das Hauptanliegen der G20 – eine sichere Infrastruktur für den weltweiten Derivatemarkt – allmählich erfüllt wird und der Anteil zentral abgewickelter Derivate auch deutlich ansteigt. So waren Ende Februar 2014 etwa 59% aller potentiell bereits zentral abwickelbarer Zinsderivattransaktionen (46% des ausstehenden Nominalwerts) und ein Fünftel (19%) der Kreditprodukte (z.B. CDS) auch tatsächlich bereits zentral abgewickelt. In der EU gelten zudem bereits Kapitalanforderungen für zentral abgewickelte Kontrakte, während in den USA der Zeitplan noch unklar ist. Die EU plant, Einschusspflichten für die nicht zentral abgewickelten Kontrakte 2015 in Kraft zu setzen, in den USA ist der Zeitplan noch offen.

Der FSB hat zudem festgestellt, dass in den EU-Mitgliedstaaten der Löwenanteil der Zinskontrakte grenzüberschreitend gehandelt wird, in den USA sind es immerhin über 60% aller Umsätze. Trotz gewisser Fortschritte ist angesichts der regulatorischen Divergenzen jedoch zu befürchten, dass der transatlantische Derivatemarkt über die nächsten Jahre nicht friktionsfrei funktionieren wird. Die multilaterale Arbeitsgruppe zur Derivatemarktreform wird den G20-Staats- und Regierungschefs zum Brisbane-Gipfel am 15. und 16. November 2014 in Australien einen Bericht abgeben.

<sup>43</sup> Europäische Kommission und CFTC (2013).



## Wege aus der Divergenz

Die EU und die USA haben sich in wesentlichen Regulierungsfragen des in der G20 gemeinsam in Angriff genommenen Vorhabens der Neuordnung der internationalen Finanzmärkte bislang nicht zu konsistenten Regelwerken durchführen können, geloben jedoch Besserung. In der kurzen Frist droht freilich weiteres Ungemach, nämlich überall dort, wo bislang noch keine endgültigen Regelungen verabschiedet worden sind und die Koordinierung hinter den Anforderungen an Konsistenz zurückbleibt.

Nationale Interessen, Regulierungsinstitutionen und Ideen divergieren

Die Divergenzen in der Umsetzung sind nicht allzu schwer zu erklären. Nationale Interessen, Institutionen der Finanzmarktregulierung und Ideen über die besten Regulierungsansätze divergieren. Erstens, die wirtschaftliche Lage der Banken und der Finanzmärkte in den USA und der EU unterscheidet sich doch deutlich. Dementsprechend sind die Interessen der Regierungen diesseits und jenseits des Atlantiks in der genauen Ausgestaltung des Regelwerks nicht vollständig deckungsgleich. Die Leverage Ratio ist sicherlich das plastischste Beispiel dafür. Zweitens, die Regulierungsinstitutionen unterliegen völlig unterschiedlichen politischen Rahmenbedingungen. In den USA wurde mit dem Dodd-Frank-Gesetz ein Rahmenwerk vorgelegt, aber die Ausarbeitung der Regeln obliegt mehreren, von Regierung und Kongress unabhängigen Institutionen. Kriterien der internationalen Konsistenz müssen mühselig im Prozess aufrechterhalten werden, unterliegen oft aber nationalen Zielsetzungen. Drittens, in manchen Punkten unterscheiden sich die EU und die USA auch bei den Ideen, wie die beste Regulierung aussehen sollte. Das trifft weniger auf Kapital – mit Ausnahme der FBO-Regeln – und Derivate, aber durchaus auf Liquidität und Bankstruktur zu. Da im Finanzwesen alles mit allem zusammenhängt, wirken sich diese Regelunterschiede typischerweise quer durch die Sachthemen und über die Grenzen aus.

Im globalen Kapitalmarkt führt dies zu Problemen

All das wäre vielleicht nicht so tragisch, wenn die bunte Wiese der unterschiedlichen Regelungen für Bienen gedacht wäre. Bei Finanzmärkten führen diese Unterschiede jedoch regelmäßig zu Arbitrage, drastisch reduzierter Liquidität, neuen, unbeabsichtigten und ausschließlich regulatorisch induzierten Risikoverteilungen und nachfolgenden zusätzlichen Regelungen. Abhilfe tut not.

### Bilaterale Kooperation im multilateralen Rahmen

Politische Rückkoppelung an Staats- und Regierungschefs sinnvoll

Für fast alle aufgeführten Themen besteht über den G20-Prozess ein gemeinsames Anliegen, die internationalen Fachorganisationen für die regulatorische Zusammenarbeit an die politischen Präferenzen der Staats- und Regierungschefs zurückzukoppeln. Damit soll sichergestellt werden, dass die großen Vorhaben auch tatsächlich abgearbeitet werden und politische Rückendeckung erfahren. Auf die USA und die EU als die zumindest derzeit noch führenden Teilnehmer im weltweiten Finanzgeschehen entfällt naturgemäß die Hauptlast der Zusammenarbeit. Zwar ist die Konsistenz der Regelwerke auch für die asiatisch-pazifische Region von großer Bedeutung, die Hauptmärkte müssen jedoch als Vorreiter agieren. Zudem droht die transatlantische Regeldivergenz die asiatischen Behörden vor die Wahl zu stellen, eher mit der einen oder anderen Seite zu gehen. Insofern ist auch in der Vergangenheit die regulatorische Zusammenarbeit vor allem in multilateralen Regulierungsgremien wie dem Baseler Ausschuss oder der IOSCO erfolgt und von der EU und den USA getragen worden.

Transatlantische Zusammenarbeit in internationalen Gremien notwendig

Finanzmarktregulierungsdialog wichtiger Ansatz

In schwankender Intensität haben sich seit dem Beginn der G20-Reformen auch die Europäische Kommission und die nachgelagerten Aufsichtsbehörden und die US-Regierung sowie US-Regulierungsbehörden direkt zu koordinieren versucht. Institutionell kann dies direkt und themenbezogen oder im Rahmen eines





## Atlantisches Fragment?

### Friktionen im Derivatemarkt kommen erneut auf G20-Agenda

unregelmäßig tagenden Dialogs zur Finanzmarktregulierung (FMRD) bzw. eines Versicherungsdialogs erfolgen. Erst Anfang 2014 scheint man auf beiden Seiten die Dringlichkeit der Konsistenzarbeit angesichts kritischer medialer Berichterstattung und massiver Probleme in der Praxis anerkannt zu haben.<sup>44</sup> Denn insbesondere im Derivatebereich konnte phasenweise der Inkonsistenz nur noch mit temporären Nicht-Anwendungserlassen (No Action reliefs) der CFTC beigegeben werden. Zudem haben sich Europäische Kommission und CFTC auf den Weg der Äquivalenzanalysen begeben. Erkennbar ist jedoch, dass der Status quo einer informellen Koordinierung im FRMD und fallweiser Kooperation zwischen Europäischer Kommission und einzelnen US-Behörden nicht zu tragbaren Ergebnissen geführt hat und wohl auf ein größeres institutionelles Defizit hinweist.

### Konkrete Handelsregeln wünschenswert

## Die Chancen von TTIP

Grundsätzlich besteht die Chance, einen dauerhaften, institutionell verankerten und politisch rückgekoppelten Rahmen für die gemeinsam zu absolvierende Regulierungsarbeit im Rahmen der geplanten Handels- und Investitionspartnerschaft von EU und USA zu schaffen.<sup>45</sup> In dieser Frage liegen die USA und die EU jedoch auseinander. Während beide Seiten den Abbau klassischer Marktzugangsbarrieren und allgemeine Regeln für die Finanzdienstleistungen in der konkreten bilateralen Ausgestaltung der allgemeinen Regelungen aus dem Abkommen über Finanzdienstleistungen aus der WTO vom Jahr 1997 vereinbaren wollen, wünscht die USA keine rechtliche oder institutionelle Bindung für die regulatorische Zusammenarbeit, während die EU genau dies befürwortet.<sup>46</sup>

Im Endbericht der Hochrangigen Arbeitsgruppe für Wachstum und Arbeitsplätze, die den Verhandlungen vorausgegangen war, war zwar festgehalten worden, dass beide Seite horizontale Disziplinen für die regulatorische Kohärenz und Transparenz für Güter und Dienstleistungen verhandeln sollten, in denen Regeln für die frühzeitige Konsultation, Folgenabschätzung, regulatorische Zusammenarbeit und gute Regulierung enthalten sein sollen. Auch sollten Annexe mit Zielvorgaben für regulatorische Kompatibilität ausgearbeitet werden. Ganz generell unterstützen die Wirtschaftsverbände beider Seiten auch nahezu einheitlich die Befassung mit regulatorischer Zusammenarbeit.

### Bestimmungen über Zusammenarbeit grundsätzlich regeln

In der Tat spräche inhaltlich viel dafür, die Bestimmungen des Allgemeinen Abkommens über den Handel in Dienstleistungen und die WTO-Regelwerke für Finanzdienstleistungen konkreter für den transatlantischen Fall auszubuchstabieren. Darin würde man die Inländerbehandlung und die Nicht-Diskriminierung genauer regeln. Darüber hinaus könnte man horizontale Belange wie Datenschutz und Mobilität von Fachkräften im Sektor im allgemeinen Teil zu Dienstleistungen oder im Sektorannex regeln.

### Investitions- und Handelsabkommen bietet Chance, Regulierungszusammenarbeit auf neue Grundlage zu stellen

Drittens könnte man wegweisende Bestimmungen zur regulatorischen und aufsichtspraktischen Zusammenarbeit etablieren, indem man Bestimmungen über die regulatorische und aufsichtsrechtliche Kooperation konkret fast. Hier böte es sich an, Regeln für die Vorab-Konsultation über geplante Rechtsakte, Prinzipien über die extra-territorialen Belange, für Grundsätze der wechselseitigen Anerkennung von Regelungen<sup>47</sup> und der Prozeduren zu diesem Weg sowie über die Modalitäten der bilateralen Kooperation in internationalen Standardsetzungs-

<sup>44</sup> Joint Statement (2014).

<sup>45</sup> Siehe Deutsch (2013) generell zur ökonomischen Analyse.

<sup>46</sup> Europäische Kommission (2014).

<sup>47</sup> Die Fachdiskussion unterscheidet zwischen „wechselseitiger Anerkennung“ ganzer Regelungsstatbestände, „substituted compliance“ für bestimmte Regelwerke, unilaterale „Äquivalenzentscheidungen“ über die Regelwerke der Partnerjurisdiktion und Nicht-Anwendungsentscheidungen aufgrund offenkundiger Inkonsistenzen und mangelnder Umsetzbarkeit durch die Rechtsadressaten als mögliche Formen der Kooperation.





## Atlantisches Fragment?

gremien rechtsverbindlich zu vereinbaren. Die in Handelsverträgen üblichen Generalausnahmen für das nationale (bzw. in der EU gemeinschaftsrechtliche) Aufsichtsrecht („prudential carve-out“ gemäß WTO-Abkommen) könnte man zudem viel genauer fassen und zum Beispiel den Vorrang von Heimataufsehern vor Gastlandaufsehern, Proportionalitätsregeln für Aufsichtshandeln, welches den Marktzugang einschränkt, vereinbaren und ggf. Modalitäten für die Streit-schlichtung zwischen den Autoritäten festlegen. Es ist zu prüfen, ob eine solche rechtliche Bindung der regulatorischen Zusammenarbeit bzw. der Aufsichtstätigkeit über geänderte Mandate der entsprechenden Behörden formalisiert werden müsste. Ganz unmöglich scheint die Zusammenarbeit ja nicht zu sein, denn schließlich hat dies zum Beispiel im Baseler Ausschuss oder in der IOSCO in der Vergangenheit auch trotz der rechtlichen Unabhängigkeit der beteiligten Institutionen durchaus gut funktioniert.

Viertens bestünde die Möglichkeit, den allgemeinen Rahmen für die Kooperation nach Abschluss eines TTIP-Abkommens auch für die bilaterale politische Überwachung der Kooperation in diesem Sektor, etwa in Form einer jährlichen Berichtspflicht an die Staats- und Regierungschefs anlässlich des bilateralen EU-US-Gipfels, vorzusehen.

Dialog mit Regulierungsadressaten  
zweckmäßig

Fünftens wäre es sicherlich sinnvoll und zielführend, den Input der Regulierungsadressaten (Finanzdienstleister, Unternehmen der „Realwirtschaft“ und Verbraucherorganisationen) zu den anstehenden Dossiers ein bis zweimal pro Jahr so strukturiert einzubeziehen, dass ein transatlantischer Dialog an einem Ort, zu einer Zeit und mit beiden Regelsetzungsautoritäten möglich wird. Angesichts der Komplexität der Materie und der alle Unternehmen betreffenden Reichweite der Regelungen wäre solch ein eigenes Format wohl vertretbar.<sup>48</sup>

### Interinstitutionelle Zusammenarbeit

Neue Institutionen der Aufsicht  
sollten eng kooperieren

In jedem Fall wird es vordringlich sein, in den Feldern der Banken-, der Wertpapier- und der Infrastrukturaufsicht über den Atlantik hinweg eng zwischen den Behörden zusammenzuarbeiten. Dies dürfte ganz generell mit dem Übergang einiger Aufsichtsaufgaben im Bereich der Bankenaufsicht auf die Europäische Zentralbank auch einfacher werden, da die Zahl der Akteure kleiner werden dürfte. Wichtig ist zudem, dass sich für die Abwicklungskooperation ein harmonisierter Ansatz finden lässt, den die US-Behörden, der neu entstehende Einheitliche Abwicklungs-Board in der Eurozone sowie die Abwicklungseinrichtungen der Nicht-Euro-Mitgliedstaaten der EU verfolgen werden. So sollte die Aufsicht über Großbanken aus der Eurozone insgesamt institutionell einfacher werden. Dazu wird es auch einer Reihe von Regelungen und Abkommen bedürfen, wie mit sensiblen Aufsichtsdaten über den Atlantik sachgerecht verfahren werden darf.

In der Wertpapieraufsicht und der Aufsicht über zentrale Gegenparteien sind insbesondere CFTC und SEC auf US-Seite und Kommission und ESMA auf europäischer Seite gehalten, eng zusammenzuarbeiten. Die grundsätzlichen Absichtserklärungen liegen vor.

<sup>48</sup> In den USA gibt es bereits ein ausgefeiltes System der handelspolitischen Beratung der Regierung durch Verbände und Institutionen der Zivilgesellschaft, in der EU ist dies für TTIP zu Beginn des Jahres 2014 erstmals mit einer kleinen Gruppe von Beratern eingerichtet worden. Ganz generell wäre das auf europäischer Ebene ohnehin ein auch für andere Themen und Sektoren all-fälliger Schritt.



## Atlantisches Fragment?

### Die G20

G20 bleibt in der Pflicht, gesamte  
Regulierung zu steuern

Fünf Jahre nach Pittsburgh sind erhebliche Fortschritte in der besseren Regulierung der internationalen Finanzmärkte gemacht worden. Die Kapital- und Liquiditätsregeln im Bankensystem sind nahezu weltweit massiv und vereinzelt weit über das Minimum hinaus gestärkt worden. Die Schweiz und viele asiatische Staaten haben z.T. wesentlich höhere Anforderungen gesetzt; die USA und die EU sind in einzelnen Sachverhalten ebenfalls darüber hinaus gegangen. Die Neuordnung des Derivategeschäfts ist auf dem Weg. Regulatorische Ansätze zur harmonisierten Regulierung von weltweit tätigen Versicherungen sind vorhanden, aber noch weit von der Beschlusslage entfernt. Die Regulierung von Finanzinstituten, die weder Banken noch Versicherungen sind, ist in Arbeit und dringend vonnöten.

Transatlantische Zusammenarbeit in  
makroprudentieller Aufsicht  
vordringlich

Die Aufgaben für die G20, konsistente Regelungen für die weltweiten Finanzmärkte zu finden, sind gleichwohl nicht wesentlich geringer geworden.<sup>49</sup> So sind zum Beispiel die Arbeiten der makroprudentiellen Aufsichtsgremien in den USA und der EU, nämlich des Financial Stability Oversight Council (FSOC) und des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB), vorangekommen. Der FSOC hat in den ersten vier Jahren diverse Themen in den USA analysiert und Empfehlungen abgegeben, und der ESRB hat bereits erste detaillierte Analysen und operationale Vorschläge vorgelegt, wie mit solchen Risiken in der Kreditwirtschaft der Eurozone umzugehen ist. Naturgemäß sollten die EU und die USA in der konzeptionellen Ausgestaltung gemeinsam vorausgehen, da beide Räume die komplexesten Finanzsysteme aufweisen und beide entsprechende Institutionen und Regelwerke beschlossen haben.<sup>50</sup> EZB-Präsident Mario Draghi hat zu Recht betont, dass man in der makroprudentiellen Aufsicht weltweit noch am Anfang stehe, nun bei Banken zwar einen Schritt in Richtung Instrumentenkasten gemacht habe<sup>51</sup>, aber außerhalb des Bankbereichs, konzeptionell und in der Anwendung, noch viel vor sich habe.<sup>52</sup>

Zahlreiche Divergenzen erfordern  
politische Rückbesinnung

Zudem sollte man sich in der G20 darüber Gedanken machen, wie man transatlantische Politikdifferenzen mittelfristig wieder korrigieren kann. Die EU und die USA dürften aufgrund unterschiedlicher Faktoren in einer Reihe von Themen nicht rasch zueinanderfinden. Die USA werden wohl keinen durch die Branche selbst vorfinanzierten Abwicklungsfonds etablieren, obwohl dies Präsident Obama anfänglich vorhatte, während die Euro-Staaten EUR 55 Mrd. einsammeln werden. Die EU wiederum hat scharfe Regelungen zur Vergütung in der Bankbranche gesetzlich festgelegt, während dies in den USA fehlt. Das seit über einem Jahrzehnt betriebene Vorhaben der Standardsetzungsgremien der Rechnungslegung, die Konvergenz von US GAAP und IFRS herbeizuführen, ist in schweres Fahrwasser geraten und benötigt dringend der Reanimation.<sup>53</sup> Die Regulierung von Ratingagenturen ist nicht abgestimmt erfolgt, und die USA verbieten die Verwendung von Ratings, während dies in der EU noch möglich ist. Des Weiteren planen elf Staaten in der EU, eine Finanztransaktionssteuer einzuführen, während die anderen EU-Staaten dies derzeit nicht vorhaben; die USA haben keine solchen Pläne.

G20 mit IWF und FSB zuständig für  
globale Systemstabilität

Angesichts der noch einige Jahre anhaltenden Umsetzung der Vorhaben zur neuen Regulierung der internationalen Finanzmärkte bleibt eine politische

<sup>49</sup> Siehe z.B. Tucker (2014).

<sup>50</sup> Siehe z.B. FSOC (2013), ESRB (2014 a, b), Kern (2012), Speyer (2012) und Weistroffer (2012).

<sup>51</sup> Neben den diversen Kapitalpuffern des „Basel III“-Rahmenwerks sind in der EU mit der Kapitaladäquanzrichtlinie und vor allem mit der Verordnung mehrere Instrumente wie höhere Risikogewichte und striktere Kreditvergabestandards für Hypothekenforderungen, höhere Kapital- und Liquiditätsanforderungen für Großkredite und schärfere Bestimmungen für Verlustkalkulationen im Insolvenzfall eingeführt worden. Zusätzlich existieren auf nationaler Ebene noch diverse Kreditquoten oder Verschuldungsgrenzen als weitere Instrumente. Siehe ESRB (2014a).

<sup>52</sup> Draghi (2014). Draghi ist auch Vorsitzender des ESRB.

<sup>53</sup> Siehe Joint declaration (2014).



## Atlantisches Fragment?

---

Rückkopplung der regulatorischen Arbeit an die Staats- und Regierungschefs der G20-Staaten wichtig. Zwar sind die internationalen Fachgremien selbst in unterschiedlichem Umfang damit befasst, nicht nur neue Regeln zu erarbeiten, sondern auch auf deren Umsetzung in den einzelnen Jurisdiktionen zu achten, Differenzen zu analysieren und Empfehlungen abzugeben, aber die Finanzkrisen der Vergangenheit haben gelehrt, dass Probleme an unerwarteten Stellen auftreten können, wenn intransparente Märkte oder Marktpraktiken, problematische makroökonomische Faktoren und institutionelle Schwächen in der Wirtschaftspolitik und der Banken- wie Finanzmarktaufsicht zusammentreffen. Die Gesamtsicht auf die internationalen Finanzmärkte ist von der G20 de facto als Aufgabe an den Financial Stability Board und den IWF übertragen worden, und beide Institutionen verfügen in ihren jeweiligen Institutionen und den sie tragenden anderen internationalen Regulierungsgremien sicherlich über die beste Expertise.

Ohne EU und USA kann es  
nicht gelingen

Gleichwohl bedürfen fachlich orientierte Organisationen stetig der politischen Unterstützung, um die wirklich kritischen Regelungsfragen wirkungsvoll abarbeiten zu können. Insofern bleibt die Verantwortung für die Neuordnung der internationalen Finanzmärkte letztlich bei den Staats- und Regierungschefs der G20-Staaten, und naturgemäß bei den wirtschaftlichen Schwergewichten, den USA, der EU, Japan und zunehmend auch China. Die transatlantische Zusammenarbeit ist auch in diesem Quartett der vier größten Wirtschaftsräume die notwendige Voraussetzung für wirksames Handeln, wenn auch längst nicht mehr die hinreichende.

Dr. Klaus Günter Deutsch (+49 30 3407-3682, klaus.deutsch@db.com)

## Quellen

- Acharya, Viral V. und Philipp Schnabl (2009). Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-09.
- Atlantic Council of the United States (2013). The Danger of Divergence: Transatlantic Reform and the G20 Agenda. Washington, D.C..
- Bank of England (2014). Prudential Regulation Authority. Consultation Paper 4/14. Supervising international banks: the Prudential Regulation Authority's approach to branch supervision. Februar 2014.
- Basel Committee on Banking Supervision (2013). Report to G20 Leaders on Monitoring the implementation of Basel III regulatory reforms. Basel. August 2013.
- Blinder, Alan S. (2013). After the Music Stopped. The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead. New York: Penguin Books.
- Bordo, Michael D. (2002). Globalization in Historical Perspective. Business Economics. Januar 2002.
- (2000). The Globalization of International Financial Markets: What Can History Teach Us? Paper for a Texas A&M University Conference.
- Borio, Claudio, Piti Disyatat (2011). Global imbalances and the financial crisis: Link or no link? BIS Working Papers 346. Basel.
- Bundesverband deutscher Banken (2014). Die Regulierung des Schattenbankensektors. Berlin.



## Atlantisches Fragment?

---

- Byres, Wayne (2013). Global Consistency in Financial Regulation: Is the glass half full, half empty, or just more transparent? Speech to the RiskMinds Risk and Regulation Forum. BIZ. Basel.
- Cline, William R. (2010). Financial Globalization, Economic Growth, and the Crisis of 2007-09. Washington, D.C. Peterson Institute for International Economics.
- Deutsch, Klaus Günter (2013). Atlantische Einheit im weltweiten Wettbewerb. T-TIP in Perspektive. EU-Monitor. Deutsche Bank Research. .2. August 2013. Frankfurt am Main.
- Draghi, Mario (2014). Preface. In ESRB (2014a).
- Economist (2014a). Global banking. Inglorious isolation. 22. Februar 2014.
- ...(2014b). Data dump. 22. Februar 2014.
- (2013). The Balkanisation of banking. Putting Humpty together again. 23. November 2013.
- Eichengreen, Barry (2011). Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. Oxford und New York. Oxford University Press.
- (2008<sup>2</sup>). Globalizing Capital. A History of the International Monetary System. Princeton, NJ. Princeton University Press.
- Eichengreen, Barry, Bokyong Park; Hg. (2012). The World Economy after the Global Crisis. World Scientific Books.
- ESRB (2014a). Flagship Report on Macro-prudential Policy in the Banking Sector. Frankfurt am Main.
- (2014b). The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential policy in the Banking Sector. Frankfurt am Main.
- Europäische Kommission (2014a). Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rats über strukturelle Maßnahmen zur Erhöhung der Widerstandsfähigkeit von Kreditinstituten in der Union. COM(2014) 43 final.
- (2014b). Cooperation on financial services regulation. Verfügbar auf der Webseite der Generaldirektion Handel.
- (2014c). Economic Review of the Financial Regulation Agenda. SWD(2014) 158 final. 15. Mai 2014.
- (2013). Memo. Commissioner Barnier welcomes trilogue agreement on the framework for bank recovery and resolution. 12. Dezember 2013.
- Europäische Kommission und CFTC (2013). Cross-Border Regulation of Swaps/Derivatives Discussions between the Commodity Futures Trading Commission and the European Union – A Path Forward. 11. Juli 2013.
- Europäischer Rat (2013). Council agrees position on bank resolution. 27. Juni 2013.
- Europäische Zentralbank (2014). Financial Integration in Europe. Frankfurt am Main.
- (2013). Banking Structures Report. Frankfurt am Main. November 2013.
- EU-U.S. Coalition on Financial Regulation (2012). Report on „Inter-jurisdictional Regulatory Recognition“. Juni 2012.
- Federal Register (2013). Department of the Treasury, Federal Reserve System. Regulatory Capital Rules. Bd. 78. Nr. 198. 11. Oktober 2013.



## Atlantisches Fragment?

---

- Financial Stability Board (2014b). Letter of the Chairman Mark Carney to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. Financial Reforms – Update on Progress. 4. April. Verfügbar auf der Internetseite des FSB.
- (2014b). Letter of the Chairman Mark Carney to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. Financial Reforms – Progress and Challenges. 17. Februar 2014. Verfügbar auf der Internetseite des FSB.
- (2014b). OTC Derivatives Market Reforms. Basel.
- (2013a). Progress and Next Steps towards Ending „Too-Bi-To-Fail“. Report to the G20. 2. September 2013.
- (2013b). OTC Derivatives Markets Reform. Sixth Progress Report on Implementation. Basel. September 2013.
- Findlay, Ronald D., Kevin H. O'Rourke (2007). Power and Plenty. Trade, War and the World Economy in the Second Millennium. Princeton und Oxford. Princeton University Press.
- FSOC (2013). 2013 Annual Report. Washington, D.C.
- Gorton, Gary B. (2012). Misunderstanding Financial Crises. Why We Don't See Them Coming. Oxford, New York: Oxford University Press.
- Hajnal, Peter I. (2014). The G20. Evolution, Interrelationships, Documentation. London: Ashgate.
- Ingves, Stefan (2014). Banking on leverage. Keynote address to the 10th Asia-Pacific High-Level Meeting on Banking Supervision. Auckland. BIZ. Basel.
- (2013). Finishing the job: next steps for the Basel Committee. Keynote address to the 9th BCBS-FSI High-Level Meeting. Cape Town. BIZ. Basel.
- (2013). Wir durchlebten eine chaotische Phase. Interview. Süddeutsche Zeitung. 9. Oktober 2013.
- IWF (2014). From Fragmentation to Financial Integration in Europe. Washington.
- Johnson, Simon, Jeffrey J. Schott (2013). Financial Services in the Transatlantic Trade and Investment Partnership. Policy Brief 13-26. Peterson Institute for International Economics. Washington, D.C.
- Joint Statement (2014). U.S.-EU Financial Markets Regulatory Dialogue. Washington, D.C.
- Jordà, Òscar, Moritz Schularick und Alan M. Taylor (2013). Sovereigns versus Banks: Credit, Crises, and Consequences, NBER Working Paper 19506.
- Kaya, Orcun (2013). Reform der OTC-Derivatemärkte. Aktuelle Themen. Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main. 18. September 2013.
- Kern, Steffen (2012). Makroprudenzielle Finanzaufsicht in den USA: Der Financial Stability Oversight Council. Aktuelle Themen. Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main.
- (2010). US financial market reform. The economics of the Dodd-Frank Act. EU Monitor 77. Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main.
- Laeven, Luc, Thierry Tresselt (2014a). European Union financial integration before the crisis. In IWF. From Fragmentation to Financial Integration. S. 49-68.
- (2014b). Fragmentation of the Financial System. In ebd. S. 139-165.
- Lannoo, Karel (2014). The G-20, five years on: Unsung praise. CEPS Essay Nr. 9. 28. Januar. Brüssel.



## Atlantisches Fragment?

---

- (2013). Financial Services and the TTIP (mimeo).
- Obstfeld, Maurice (2013). Crises and the International System. *International Economic Journal* 27(2). S. 143-155.
- (2012). Financial flows, financial crises, and global imbalances. *Journal of International Money and Finance* 31. S. 469-480.
- Obstfeld, Maurice, Alan M. Taylor (2003). Globalization and Capital Markets. In Michael D. Bordo, Alan M. Taylor, Jeffrey G. Williamson. Hg. *Globalization in Historical Perspective*. Chicago und London: University of Chicago Press. S. 121-183.
- O'Neill, Jim (2013). *The BRIC Road to Growth*. London Publishing Partnership. London.
- (2011). *The Growth Map: Economic Opportunity in the BRICs and Beyond*: Portfolio Penguin.
- Paulson, Henry M., Jr. (2010). *On the brink*. Hachette Book Group. New York.
- Posen, Adam (2013). The global economy is now distinctly Victorian. *Financial Times*. 7. August 2013.
- Reinhart, Carmen S., Kenneth Rogoff (2009). *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Follies*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Rhee, Changyong und Adam S. Posen (2013). *Responding to Financial Crises. Lessons from Asia then, the United States and Europe now*. ADB und Peterson Institute for International Economics. Manila und Washington, D.C..
- Sorkin, Andrew Ross (2009). *Too Big to Fail*. New York: Penguin.
- Schildbach, Jan (2013). Bank performance in the US and Europe. An ocean apart. *Current Issues*. Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main. 26. September 2013.
- Schularick, Moritz und Alan M. Taylor (2009). *Credit Booms Gone Bust. Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008*. NBER Working Paper 15512.
- Speyer, Bernhard (2012). Makroprudentielle Aufsicht und das ESRB: Unterschätzt. *Research Briefing*. Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main. 29. März 2012.
- Tarullo, Daniel K. (2014). *Regulating Large Foreign Banking Organizations*. Rede auf dem Harvard Law School Symposium on Building the Financial System of the Twenty-first Century: An Agenda for Europe and the United States. Armonk. 27. März 2014.
- Taylor, Alan M., Jeffrey G. Williamson und Michael Bordo (2003). *Globalization in Historical Perspective*. Chicago. University of Chicago Press for NBER.
- Tucker, Paul (2014). *Regulatory Reform. What's Done? What Isn't?* In David Wessel, Hg., *Central Banking after the Great Recession. Lessons Learned. Challenges Ahead*. Washington, D.C..Brookings Institution. S. 53-83.
- Wessel, David (2009). *In Fed We Trust*. New York: Crown.
- Weistroffer, Christian (2012). *Makroprudenzielle Aufsicht. Aktuelle Themen*. Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main.
- Zhou, Jianping, Virginia Rutledge, Wouter Bossu et al. (2014). *Resolving Systemically Important Financial Institutions: Mandatory Recapitalization of Financial Institutions Using „Bail-Ins“*. In IWF. *From Fragmentation to Financial Integration in Europe*. S. 433-456.





## Fokusthema Globale Finanzmärkte

- ▶ Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB (Aktuelle Themen) ..... 10. Januar 2014
- ▶ Reform der OTC-Derivatemärkte: Erste erkennbare Wirkungen und offene Fragen (Aktuelle Themen) ..... 18. September 2013
- ▶ Private Equity: In Zeiten monetärer Normalisierung (Aktuelle Themen) ..... 8. August 2013
- ▶ Niedrigzinsumfeld und Banken: Was lehrt die Erfahrung japanischer Banken? (Aktuelle Themen) ..... 16. Juli 2013
- ▶ Finanztransaktionssteuer: Nicht zielführend (Research Briefing) ..... 25. März 2013
- ▶ Unternehmensanleihen in Europa: Wo stehen wir und wohin geht die Reise? (EU-Monitor) ..... 11. März 2013
- ▶ Preisgestaltung im Retailbanking: Chancen für Kundenzufriedenheit & Profitabilität (Aktuelle Themen) ..... 7. März 2013
- ▶ Die Zukunft des (mobilen) Zahlungsverkehrs: Banken im Wettbewerb mit neuen Internet-Dienstleistern (Aktuelle Themen) ..... 5. Februar 2013
- ▶ Universalbanken: gut für Kunden und Finanzstabilität (Aktuelle Themen) ..... 19. Dezember 2012

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:  
Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2014. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg