

Hansen, Arne

**Article**

## Neuer Verhaltenskodex für EZB-Ratsmitglieder erzeugt Klärungsbedarf

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Hansen, Arne (2023) : Neuer Verhaltenskodex für EZB-Ratsmitglieder erzeugt Klärungsbedarf, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Sciendo, Warsaw, Vol. 103, Iss. 9, pp. 635-641,  
<https://doi.org/10.2478/wd-2023-0176>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/280048>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Arne Hansen\*

## Neuer Verhaltenskodex für EZB-Ratsmitglieder erzeugt Klärungsbedarf

Das ihr entgegengebrachte Vertrauen gilt als wichtigstes Kapital einer Zentralbank – zumal in geldpolitisch unruhigen Zeiten. Um jeden Anschein von Interessenkonflikten zu vermeiden, sah sich die Europäische Zentralbank (EZB) veranlasst, ihren Verhaltenskodex für das Führungspersonal mit Jahresbeginn 2023 zu verschärfen. Eine Analyse aktueller Selbstangaben der EZB-Räte zu ihren Finanzanlagen deutet allerdings auf eine mangelnde Trennschärfe der neuen Anlageregeln hin, was in uneinheitlichen und teils widersprüchlichen Angaben zu münden scheint – insbesondere hinsichtlich des Bestandsschutzes für Altanlagen. Die Klarheit und Verständlichkeit des Regelwerks sowie dessen konsistente Umsetzung sollte daher überprüft werden, um eine Erosion des Vertrauens in die EZB zu verhindern.

Die besondere Relevanz des einer Notenbank entgegengebrachten Vertrauens betonte der frühere Bundesbankpräsident Jens Weidmann mit einem buchhalterischen Vergleich: „Vertrauen findet man nicht in der Bilanz einer Zentralbank, es ist aber letztendlich ihr wertvollstes Kapital“ (Weidmann, 2019). Obschon historische Notenbank-Beispiele<sup>1</sup> zeigen, dass stabilitätsorientierte Geldpolitik sogar bei negativem Eigenkapital gelingen kann, sollte das Vertrauen in die eigene Währung gerade in unruhigen Zeiten oberste Priorität genießen. Das aktuelle Umfeld bilden hohe Inflationsraten, eine im Rahmen der Anleihekäufe stark expandierte Bilanz der EZB sowie eine abrupte Zinswende, in deren Folge die EZB für 2022 nur noch einen Jahresgewinn von 0 Euro ausweisen konnte.<sup>2</sup>

Die EZB strebt folgerichtig an, jeden bloßen Anschein von Interessenkonflikten ihres Führungspersonals zu vermeiden (EZB, 2022, Art. 11.1). Mit Jahresbeginn 2023 wurden die Verhaltensregeln für private Finanzanlagen der EZB-

Führung zu diesem Zweck verschärft, nachdem von der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) bereits Anfang 2022 deutlich restriktivere Regeln implementiert wurden. Die neuen Anlageregeln sollen die Rechenschaftspflicht und Transparenz der EZB stärken, die Interessenerklärungen der EZB-Räte bilden hierfür den zentralen Resonanzboden (Deutsche Bundesbank, 2022). Diese jährlich abzugebenden Selbsterklärungen der Mitglieder des EZB-Rates werden regelmäßig im Frühjahr auf der EZB-Website veröffentlicht und im Jahresverlauf aktualisiert, sofern neue Ratsmitglieder hinzukommen.<sup>3</sup> Im Folgenden wird eine Bestandsaufnahme der für die letzten drei Kalenderjahre abgegebenen Interessenerklärungen vorgenommen, diese beziehen sich jeweils auf das Jahresende 2020, 2021 bzw. 2022 (ECB, 2021, 2022 und 2023). Der Fokus liegt dabei auf bereits vorgenommenen und gegebenenfalls noch vorzunehmenden Anpassungen vor dem Hintergrund des

1 Archer und Moser-Boehm (2013) nennen exemplarisch die Notenbanken von Chile, Tschechien, Israel und Mexiko; Braunberger (2017) thematisiert die Deutsche Bundesbank in den 1970er Jahren.

2 Nachdem der Gewinn 2021 noch 192 Mio. Euro betragen hatte, konnte man das ausgeglichene Ergebnis 2022 nur erzielen, indem man Rückstellungen für finanzielle Risiken in Höhe von 1,6 Mrd. Euro auflöste (EZB, 2023b).

© Der/die Autor:in 2023. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht ([creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de)).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

\* Der Autor dankt Dirk Meyer von der Helmut-Schmidt-Universität Hamburg für verschiedene Hinweise.

3 Die Interessenerklärungen sind erhältlich unter EZB (2023a). Dort abrufbar sind allerdings nur die jeweils aktuellen Selbstangaben. Frühere Versionen werden von der Website der EZB entfernt, da die Interessenerklärungen „die neuesten verfügbaren Informationen widerspiegeln“ sollen (ECB, 2022, 93), (Übersetzung d. Verf.). Damit bleibt für die breite Öffentlichkeit die Historie der Finanzanlagen unklar, die sonst durch einen Vergleich der Bestandsdaten Auskunft über Zu- und Abgänge (netto) geben könnte.

Dr. Arne Hansen ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Ordnungsökonomik an der Helmut-Schmidt-Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg.

zum Jahresanfang 2023 eingeführten neuen Verhaltenskodex für die hochrangige EZB-Führung.

### Bestandsschutz für nicht mehr zulässige Investments

Für finanzielle Vermögenswerte oder Instrumente, deren Ankauf nach dem neuen Verhaltenskodex seit dem Jahr 2023 nicht mehr zulässig ist (beispielsweise Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets, Aktien einzelner Unternehmen sowie Investmentfonds, die sich auf Gold oder einen anderen bestimmten Sektor konzentrieren), wurde ein Bestandsschutz eingeführt (EZB, 2022, Art. 16.7 in Verbindung mit Art. 16.3). Sofern sie vor dem 1. Januar 2023 erworben wurden, müsste zwar der Ethikausschuss<sup>4</sup> einem Verkauf oder der Ausübung von jeglichen mit diesen Altanlagen verbundenen Rechten vorab zustimmen, sie müssen aber nicht verkauft werden. Da der Bestandsschutz bei einem neuen Ratsmitglied auch für Portfoliobestände greift, die „vor Antritt seiner Amtszeit gekauft wurden“, dürfte das Konstrukt der bestandsgeschützten Altanlagen eine langfristige Fortschreibung erfahren.<sup>5</sup>

Im Kontrast dazu war das Vorgehen der US-Notenbank hinsichtlich problematisierter Altbestände merklich strikter: Fed-Präsident Jerome Powell musste Ende 2021 erklären, dass er seine kritisierten Bestände an 22 verschiedenen kommunalen Anleihen zeitnah verkaufen und die erzielten Erlöse in konfliktfreie Anlagen investieren werde – den Verkauf versprach er so bald wie möglich nach Bestätigung seiner zweiten Amtsperiode, spätestens binnen 90 Tagen (U.S. Office of Government Ethics, 2021). Gemäß einer von Powell beantragten Veräußerungsbescheinigung der Fed und der zugehörigen Auflistung wurden die problematisierten Altanlagen am 30. Juni 2022 von Powell veräußert, nachdem seine zweite Amtszeit am 12. Mai 2022 durch den US-Senat bestätigt wurde (U.S. Office of Government Ethics, 2022a, 2022b).

Die EZB-Räte müssen ihre Altbestände demgegenüber lediglich ausweisen, was sich auch in den aktuellen Interessenerklärungen zum Stand 31. Dezember 2022 widerspiegelt. Das zu verwendende Formular fragt die bestandsgeschützten Altanlagen als „Legacy Assets“ unter

Verweis auf Art. 16.7 des neuen Verhaltenskodex ab.<sup>6</sup> Neun der 26 EZB-Ratsmitglieder führen an dieser Stelle alte Investments auf (vgl. Tabelle 1). EZB-Vizepräsident Luis de Guindos nennt einen börsennotierten Geldmarktfonds – eine Kategorie, in der ein An- und Verkauf eigentlich weiterhin zulässig wäre, mithin der Bestandsschutz keine Relevanz haben dürfte (EZB, 2022, Art. 16.3 (b)). Die Fondsanteile wurden offenbar erst im Jahresverlauf 2022 erworben, da in den beiden Vorjahren kein entsprechender Bestand von ihm angezeigt wurde.

Unzweifelhaft zu den geschützten Beständen gehören hingegen die vom portugiesischen Notenbankchef Mário Centeno aufgeführten sieben Aktien einzelner Unternehmen, die alle in seinem Heimatland ansässig sind – darunter der Fußballverein Benfica Lissabon. Ein Ankauf von Einzelaktien wäre seit Jahresbeginn nicht mehr zulässig. Einen ähnlichen Heimatbezug weist das Portfolio von Estlands Zentralbankchef Madis Müller auf, indem es Aktien von drei estnischen Unternehmen enthält. Die Anteilsscheine des Energieversorgers „Enefit Green“ aus dem Bereich erneuerbarer Energien wurden demnach im Jahr 2021 von ihm erworben. Ebenfalls in Einzelunternehmen hat Mārtiņš Kazāks aus Lettland investiert, alle drei Unternehmenssitze liegen dabei außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

Eindeutig untersagt ist nach den neuen Verhaltensregeln der Erwerb von Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets, nicht einmal Investmentfonds auf mehrere Euro-Staatsschuldtitle wären zulässig (EZB, 2022, Art. 16.3 (a)). Um jeden Anschein von Interessenkonflikten zu unterbinden, scheint das auch erforderlich, denn die EZB-Geldpolitik hat einen direkten Einfluss auf die Kurse und Renditen jener Staatspapiere. Folgerichtig weisen Constantinos Herodotou aus Zypern und Edward Scicluna aus Malta ihre Bestände an heimischen Staatsanleihen in Konformität mit dem neuen Verhaltenskodex als geschützte Altanlagen aus. Während Herodotou ausschließlich die gleiche ISIN-Kennziffer seit 2020 hält, hat Scicluna auslaufende Wertschriften des maltesischen Fiskus 2021 durch eine Neuemission ersetzt.

Das deutsche Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel führt einen auf kurzfristige US-Staatsanleihen (ein bis drei Jahre Laufzeit) setzenden Rentenfonds als unter Altbestandsschutz stehend auf. Wohl insbesondere wegen der Konzentration dieses Fonds auf einen Emittenten wäre ein Ankauf nicht mehr zulässig (EZB, 2022, Art. 16.3). Im Widerspruch dazu scheint jedoch die Selbsterklärung des

4 Der Ethikausschuss besteht aus drei externen Mitgliedern, die vom EZB-Rat ernannt werden – eine ähnliche Konstellation wurde bei der US-Fed in Hinblick auf ihre mangelnde Unabhängigkeit kritisiert (Siegel, 2022).

5 Siehe EZB (2022, Art. 16.7). Davon ausgenommen sind lediglich von beaufsichtigten Unternehmen begebene Instrumente, die vor Antritt der Amtszeit verkauft werden müssen. Der Bestandsschutz gilt ebenfalls für Vermögenswerte oder Instrumente, die nach Amtsantritt ohne eigenes Zutun – beispielsweise durch Erbschaften, Schenkungen oder Änderungen des Familienstands – in den Besitz gelangen.

6 Als Beispiele führt das Formular Aktien und Anleihen von Unternehmen, Staatsanleihen sowie Branchenfonds auf (Übersetzung d. Verf.) (ECB, 2023, Position IV: „Financial Interests“).

Tabelle 1

## Unter Bestandsschutz stehende Altanlagen/„Legacy Assets“ (Stand: 31. Dezember 2022)

Ratsmitglied	Wertpapiertyp	Wertpapiername	ISIN-Kennnummer	bereits 2021 gehalten?	bereits 2020 gehalten?
Luis de Guindos (Spanien), EZB-Vizepräsident	Geldmarktfonds	CaixaBank Monetario Rendimiento, FI Estándar	ES0138045002	nein	nein
Mário Centeno (Portugal)	Unternehmensaktie, Portugal, Öl und Gas	GALP ENERGIA	PTGAL0AM0009	ja	ja
	Unternehmensaktie, Portugal, Baumaterial und -komponenten	MARTIFER	PTMFR0AM0003	ja	ja
	Unternehmensaktie, Portugal, Telekomdienstleister	NOS	PTZON0AM0006	ja	ja
	Unternehmensaktie, Portugal, Finanzdienstleistungen	PHAROL	PTPTC0AM0009	ja	ja
	Unternehmensaktie, Portugal, Sonstige Versorger	REN	PTREL0AM0008	ja	ja
	Unternehmensaktie, Portugal, Papierindustrie	NAVIGATOR	PTPTI0AM0006	ja	ja
	Unternehmensaktie, Portugal, Sport/Entertainment	Sport Lisboa e Benfica	PTSLB0AM0010	ja	ja
Constantinos Herodotou (Zypern)	Staatsanleihe Zypern	CY 2034 SOVEREIGN BOND	XS1956050923	ja	ja
Mārtiņš Kazāks (Lettland)	Unternehmensaktie, Schweden, Elektroausstattung	FINGERPRINT CARDS AB-B	SE0008374250	ja	ja
	Unternehmensaktie, Großbritannien, Öl und Gas	SUBSEA 7 S.A.	LU0075646355	ja	ja
	Unternehmensaktie, Dänemark, Bekleidungsartikel	PANDORA A/S SHARE	DK0060252690	ja	ja
Madis Müller (Estland)	Unternehmensaktie, Estland, Kaufhäuser	Tallinna Kaubamaja AS	EE0000001105	ja	ja
	Unternehmensaktie, Estland, Touristik und Freizeit	Tallink Group AS	EE3100004466	ja	ja
	Unternehmensaktie, Estland, Versorgung und Energie	Enefit Green AS	EE3100137985	ja	nein
Isabel Schnabel (Deutschland), EZB-Direktorium	Rentenfonds kurzfr. US-Staatsanleihen (1 bis 3 Jahre)	iShares USD Treasury Bond 1-3yr UCITS ETF	IE00B14X4S71	ja	ja
Edward Scicluna (Malta)	Staatsanleihe Malta	Malta Government Savings Bond – Issue 2018	MT4000010036	ja	ja
	Staatsanleihe Malta	Malta Government Savings Bond – Issue 2019	MT4000010044	ja	ja
	Staatsanleihe Malta	Malta Government Savings Bond – Issue 2020	MT4000010051	ja	ja
	Staatsanleihe Malta	Malta Government Savings Bond – Issue 2021	MT4000010069	ja	nein
François Villeroy de Galhau (Frankreich)	Unternehmensaktie, Deutschland, Einrichtungs- und Ausstattungsbedarf	Villeroy & Boch	DE0007657231	ja	ja
Pierre Wunsch (Belgien)	Aktienfonds, Bergbau- und Minenindustrie	BGF Wid Mining A EUR CAP	LU0172157280	ja	ja

Quelle: ECB (2023), eigene Recherche und Darstellung.

belgischen Ratsmitglieds Pierre Wunsch zu stehen, da er einen auf langfristige US-Staatsanleihen („20+“-Jahre-Laufzeit) konzentrierten Rentenfonds – des gleichen Anbieters wie bei Isabel Schnabel – zwar auflistet, aber nicht als bestandsschutzbedürftig ansieht.<sup>7</sup> Wahlfreiheit wird diesbezüglich wohl kaum herrschen, aber Interpretationsspielräume dürften jeder Anlageregulierung immanent sein. Zur Klarheit und Vertrauensförderung könnte daher eine besondere Prüfung – nicht nur Vorlage – bei Altbeständen durch den Ethikausschuss in Art. 16.7 des Verhaltenskodex aufgenommen werden.<sup>8</sup>

Die mangelnde Trennschärfe der angepassten Verhaltensregeln könnte sich in den Selbstangaben von Pierre Wunsch auch an anderer Stelle manifestiert haben: Als einzigen geschützten Altbestand weist er einen auf Bergbau- und Minenaktien fokussierten Fonds aus (vgl. Tabelle 1), den er aber auch bereits unter den nicht von der Altanlagenregelung betroffenen Positionen – mithin doppelt – anführt. Dieser eindeutig sektorbezogene Fonds dürfte die neuerdings erforderliche breite Streuung von Investments allerdings kaum erfüllen.

Einen Sonderfall stellen die vom Franzosen François Villeroy de Galhau unter dem Bestandsschutz genannten Aktien des Keramikherstellers Villeroy & Boch dar. Er stammt aus einer Familie von Industriellen, die Miteigentümer des gleichnamigen Traditionsunternehmens sind.

### Externe Portfolioverwaltung wird empfohlen

Den Ratsmitgliedern wird im Rahmen des Verhaltenskodex empfohlen, „ihre Kapitalanlagen von einem oder mehreren anerkannten Portfoliomanagern verwalten zu lassen“ sofern diese das für „den normalen, persönlichen und familiären Gebrauch“ benötigte Maß übersteigen (EZB, 2022, Art. 16.2). Eine solche externe Portfolioverwaltung entbindet die EZB-Führungskräfte weitgehend von den Beschränkungen für private Finanzgeschäfte, lediglich dürften vertrauliche Informationen weiterhin nicht für persönliche Vorteile genutzt – beispielsweise an den Portfolioverwalter weitergereicht – werden.

Die Ratsmitglieder könnten sich also viele der Einschränkungen und mögliche Unklarheiten ersparen, indem sie ihr Portfolio extern managen lassen. Laut den jüngsten Interessenerklärungen machte im Jahr 2022 allerdings nur Gaston Reinesch aus Luxemburg von dieser Option Ge-

brauch. Entsprechend den Vorgaben des Formulars enthält seine Interessenerklärung auch keine weiteren Angaben zu den extern verwalteten Finanzanlagen (EZB, 2023, allgemein Position IV: „Financial Interests“ und konkret auf S. 64). Zwar gab François Villeroy de Galhau für die Jahre 2020 und 2021 die Verwaltung durch ein externes Portfoliomanagement an, für 2022 tat er dies aber nicht mehr. Seine Auflistung von nicht extern verwalteten Finanzanlagen blieb indes unverändert und enthält weiterhin lediglich Aktien des Keramikherstellers Villeroy & Boch.

### Heterogenität der Selbstangaben

Die Interessenerklärungen der EZB-Räte weisen eine große Heterogenität auf, sowohl formal als auch inhaltlich.<sup>9</sup> Zum Stand des Jahresendes 2022 listeten sieben von 26 Ratsmitgliedern weiterhin ankaufbare Finanzanlagen auf, die eine ISIN-Kennziffer haben (breit gestreute ETFs, Geldmarktfonds, Immobilienfonds) (EZB, 2022, Art. 16.3). Darunter hält Pierre Wunsch mit 25 am meisten ISIN-Positionen (2020 und 2021 je 24 Positionen). Darin enthalten führt er einen „Easy Fund Plan BNP“ auf – allerdings ohne ISIN, stattdessen mit dem Zusatz „mixture of funds“ (EZB, 2023, 99). Isabel Schnabel hat ihren Bestand mit eigener ISIN von 44 Positionen (2020) auf 11 Positionen (2021 und 2022, inkl. obengenannter Altanlage) deutlich reduziert, indem sie alle 33 zuvor gehaltenen Einzelaktien verkauft haben muss (EZB, 2023, 67 f.; EZB, 2022, 63; EZB, 2021, 62). Constantinos Herodotou mit zwölf und Madis Müller mit elf weisen eine ähnliche Größenordnung an verschiedenen ISIN-Titeln auf (EZB, 2023, 22 und 47 f.). EZB-Präsidentin Christine Lagarde folgt mit deutlichem Abstand. Unter ihren fünf Titeln befindet sich eine ISIN (FR0010077362, BNP Paribas Europe Dividends Multi pep 2), dessen Auffindbarkeit sich scheinbar etwas schwierig gestaltet (EZB, 2023, 3).<sup>10</sup> Luis de Guindos und der Niederländer Klaas Knot halten jeweils nur einen Mischfonds mit ISIN (EZB, 2023, 6 und 37).

Andere finanzielle Beteiligungen, die nicht über eine ISIN verfügen (z.B. Investitionen in kleine Familienunternehmen, Start-up-Unternehmen/Firmen, die nicht an einer Börse notiert sind) werden von fünf EZB-Räten genannt.<sup>11</sup>

7 Konkret ist das der Fonds „iShares \$ Treasury Bond 20+yr UCITS ETF“ mit der ISIN IE00BSKRJZ44 (EZB, 2023, 99).

8 Zudem wäre unter diesem Kritikpunkt ebenfalls Art. 16.6 des Verhaltenskodex dahingehend abzuwandeln, dass neben der Mitteilung auch explizit eine Prüfung der Kaufabsichten erfolgt – nicht zuletzt zur Sicherheit der Ratsmitglieder.

9 Die Formulare wurden teilweise handschriftlich ausgefüllt und dann eingescannt, andere wurden komplett digital bearbeitet. Das Abgabedatum variiert vom 15. Dezember 2022 (Gaston Reinesch) bis hin zum 3. März 2023 (Christine Lagarde).

10 Harms (2021) konstatiert zu jenem Fonds: „Den gibt es hier in Deutschland so nicht, und auch in Frankreich ist er bei der BNP Paribas nicht zu finden. Die von Lagarde angegebene ISIN FR0010077362 entspricht allerdings dem BNP Paribas Europe Dividende Responsible Classic. Doch auch der lässt sich in deutschen Datenbanken nicht finden. Dafür aber der BNP Paribas Funds Europe Dividend (LU0111491469), der anlagentechnisch nah dran liegt.“

11 Weiterhin zulässige Anlagen gemäß EZB (2022, Art. 16.3). Die genannten Beispiele entstammen dem Interessenerklärungs-Formular (EZB, 2023, Position IV: „Financial Interests“) (Übersetzung d. Verf.).

Darunter Edward Scicluna, der seit mindestens 2020 an drei in seinem Heimatland Malta ansässigen Unternehmen beteiligt ist (ECB, 2023, 71). Präsidentin Lagarde listet unter der Kategorie Anteile an einer nicht börsengehandelten Immobiliengesellschaft auf (ECB, 2023, 3). Pierre Wunsch deklariert Anteile an zwei Start-up-Unternehmen aus der Hauptstadt seiner Heimat Belgien (ECB, 2023, 99).

14 von 26 Ratsmitgliedern bejahen auf dem Formular zu den Selbstangaben die Frage, ob sie Einlagen von mehr als 100.000 Euro (pro Bank) bei einem Unternehmen haben, das der Aufsicht des SSM (Single Supervisory Mechanism) unterliegt (ECB, 2023, Position IV: „Financial Interests“).<sup>12</sup> Immerhin sechs EZB-Räte haben weder eine externe Vermögensverwaltung, noch aufzulistende Finanzanlagen (ob mit oder ohne ISIN) oder Guthaben über 100.000 Euro bei einer Bank unter SSM-Aufsicht, darunter EZB-Direktor Frank Elderson, Joachim Nagel, Irlands Gabriel Makhlof, der Spanier Pablo Hernández de Cos, Litauens Gediminas Šimkus und der Slowene Boštjan Vasle. Auf manche Beobachter wirkt das angesichts der anfallenden Entlohnung „schon recht seltsam“ (Schwerdtfeger, 2020). Direkte Immobilieninvestments werden allerdings nicht abgefragt – private Häuser oder Wohnungen (in Vermietung) könnten mithin nicht zu deklarierendes Vermögen ausmachen. Alle Ratsmitglieder haben zudem abschließend in ihrer Interessenerklärung erklärt, dass sie über keine anderen meldepflichtigen Finanzanlagen außer den angegebenen verfügen (ECB, 2023, Position IV: „Financial Interests“).

### Transaktionsübersichten frühestens 2024 zu erwarten

Journalistische Recherchen hatten im Herbst 2021 offengelegt, dass einige Führungskräfte der US-Fed, darunter Präsident Powell und der damalige Vizepräsident Richard Clarida, fragwürdige private Wertpapiergeschäfte rund um außergewöhnliche geldpolitische Maßnahmen während der Coronakrise getätigt hatten.<sup>13</sup> Die mögliche Nutzung von Informationsvorsprüngen schürten den Verdacht auf Insiderhandel (Hansen, 2022). Obwohl Powell und Clarida laut einem internen Untersuchungsbericht nicht gegen die damals geltenden Anlagerichtlinien der US-Fed verstoßen hatten, wurden die Verhaltensregeln daraufhin verschärft (Fed, 2022a, 2022b).

Die problematisierten Wertpapiergeschäfte wurden allerdings nur deshalb öffentlich transparent, weil die Führungskräfte der Fed jährlich alle Vermögensanlagen mit ungefährtem Anlagewert (Angaben werden in Wertinter-

vallen abgefragt), den daraus entstandenen Einkommen (Dividenden, Zinsen) sowie insbesondere alle unterjährigen Transaktionen wertmäßig und datumsgenau veröffentlichten müssen. Erst durch diese verlaufsbezogenen Angaben (Transaktionen nach Wertpapier, Wert und Datum) konnten die kritisierten Finanzgeschäfte bei der Fed überhaupt erkannt werden.

Im Gegensatz dazu hat die EZB derartige Transaktionslisten bisher nicht veröffentlicht – ein Vorgehen, das offenbar auch intern als nicht mehr zeitgemäß erachtet wurde. Laut dem seit Jahresbeginn geltenden Verhaltenskodex sind die unterjährigen Transaktionen nunmehr in einem „Anhang I zur Interessenerklärung ... auf der Website der EZB“ zu veröffentlichen (EZB, 2022, Art. 10.1). Gemäß EZB-Pressemitteilung vom 16. Dezember 2022 erfolgt die Veröffentlichung zusammen mit den Interessenerklärungen (Deutsche Bundesbank, 2022).

Jedoch hat die EZB eine Veröffentlichung der individuellen Transaktionsaufstellung erst ab dem Jahr 2024 angekündigt, die im April 2023 auf der EZB-Website erschienenen Interessenerklärungen enthalten diese Auflistung weiterhin nicht – der Anhang I fehlt (EZB, 2023c; ECB, 2023). Rein formal dürfte das korrekt sein, da der seit 1. Januar 2023 greifende Verhaltenskodex „eine Aufstellung der privaten Finanztransaktionen“ erfordert, „die in dem Jahr, welches der Interessenerklärung unmittelbar vorangeht, getätigt wurden“ (EZB, 2022, Art. 10.1). Mithin wären die seit dem 1. Januar 2023 erfolgten Transaktionen erst im Jahr 2024 offenzulegen. Derweil bleibt die Größenordnung der Bestandswerte – wie bisher – verborgen, auf dem einzureichenden Formular heißt es zu den Finanzanlagen unmissverständlich: „Amount of money not needed“ (ECB, 2023, Position IV: „Financial Interests“, Fußnote 11).

Als vertrauensfördernde Maßnahme hätten die unterjährigen Transaktionen aus 2022 aber bereits proaktiv mitveröffentlicht werden können (Hansen, 2023). Zumal die im Frühjahr 2023 publizierten Selbstangaben eine Art Mixtur nach alten und neuen Regeln darzustellen scheinen: Die Altbestände („Legacy Assets“) nach Art. 16.7 des neuen Verhaltenskodex werden auf den Formularen bereits abgefragt, zudem wird darin mehrfach auf den neuen Kodex verwiesen.<sup>14</sup> Eine solche Mischung in der Umsetzung – Altanlagen werden gemäß neuer Regel berücksichtigt, die Transaktionsliste nach alter Regel weiterhin nicht – kann inkonsistent wirken und stiftet dann eher Verwirrung als Vertrauen.

<sup>12</sup> Diese Abfrage könnte beispielsweise mögliche Interessenkonflikte im Falle einer Bankenkrise transparent machen.

<sup>13</sup> Für weitere Einzelheiten zu jenen Transaktionen vgl. Hansen und Meyer (2022) sowie Meyer und Hansen (2022).

<sup>14</sup> Vgl. ECB (2023), Position IV: „Financial Interests“. Die Fußnoten 12 und 13 verweisen auf Art. 16.3, Fußnote 14 verweist auf Art. 16.7 des neuen Verhaltenskodex.

## Neue Handelssperre vergleichsweise knapp bemessen

Nachdem private Wertpapiertransaktionen im Umfeld wichtiger geldpolitischer Interventionen während der Coronakrise den Verdacht auf Insiderhandel in wichtigen Entscheidungsgremien bei der US-Fed geschürt hatten, wurde die bereits bestehende Handelssperre für die Fed-Führung noch um den Folgetag nach einer geldpolitischen Sitzung erweitert: Die sogenannte Trading-Blackout-Periode des Offenmarktausschusses beginnt am zweiten Samstag vor einer Sitzung des Federal Open Market Committee (FOMC) und endet nun erst um Mitternacht am nächsten Tag nach einer Sitzung (Fed, 2023, Attachment 4).<sup>15</sup> Ähnlich handhabt es die Schweizerische Nationalbank (SNB), deren Handelssperre für Mitglieder der Bankleitung einen „Zeitraum von drei Wochen vor einer ordentlichen Lagebeurteilung, bis ein Tag nach Veröffentlichung des geldpolitischen Entscheids“ umfasst (SNB, 2023, Abschn. II 5.2).

Für das EZB-Führungspersonal greift mit dem neuen Verhaltenskodex zwar auch eine „Sperrfrist“, wonach „in den sieben Tagen vor einer geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats“ keine privaten Finanztransaktionen getätigt werden dürfen (EZB, 2022, Art. 16.5). Der Sitzungstag selber oder dessen Folgetag ist darin allerdings nicht inkludiert. Strikter geht es demgegenüber bei der Deutschen Bundesbank zu, die für ihre Vorstandsmitglieder ein Handelsverbot im „Zeitraum von 7 Tagen vor und am Sitzungstag des EZB-Rates“ vorsieht (Deutsche Bundesbank, 2016, Ziff. 8 (4)). Die besondere Relevanz einer Handelssperre auch am Sitzungstag lässt sich am üblichen Zeitplan erkennen: An jenen Tagen veröffentlicht die EZB erst um 14:15 Uhr eine Pressemitteilung zu ihren geldpolitischen Beschlüssen, die zugehörige Pressekonferenz mit der Gelegenheit zu Nachfragen folgt um 14:45 Uhr.<sup>16</sup> Nach Sitzungsende besteht mithin ein Zeitfenster, in dem marktrelevante Informationen die Öffentlichkeit noch nicht erreicht haben.<sup>17</sup> Um jeden Anschein von Interessenkonflikten zu vermeiden, sollte die Sperrfrist der EZB daher zumindest auch den geldpoliti-

schen Sitzungstag selbst explizit einbeziehen – wie es von anderen Notenbanken bereits praktiziert wird.<sup>18</sup>

## Fazit

Die EZB hat das Ziel formuliert, jeden Anschein von Interessenkonflikten ihres Führungspersonals möglichst zu vermeiden. Mit Beginn des Jahres 2023 wurden zu diesem Zweck die Verhaltensregeln für private Finanzanlagen der EZB-Führung verschärft, nachdem die US-Fed bereits Anfang 2022 restriktivere Regeln eingeführt hatte. Die Analyse aktueller Selbstangaben der EZB-Räte zu ihren Finanzanlagen deutet allerdings auf eine mangelnde Trennschärfe der neuen Anlageregeln hin, was in uneinheitlichen und teils widersprüchlichen Angaben zu münden scheint – insbesondere hinsichtlich des Bestandsschutzes für Altanlagen. Die Interessenerklärungen der Ratsmitglieder weisen insgesamt ein hohes Maß an Heterogenität auf, sowohl inhaltlich als auch formal. Daher sollte sowohl die Klarheit und Verständlichkeit des Regelwerks als auch dessen konsistente Umsetzung auf den Prüfstand gestellt werden, um eine Erosion des Vertrauens in die EZB zu verhindern. Ferner wäre es vertrauensbildend, wenn die neu eingeführte Handelssperre den Tag einer geldpolitischen Ratssitzung explizit einbeziehen würde – wie von anderen Notenbanken bereits praktiziert.

18 Meyer (2023) regt an, die Sperrfrist sogar bis zur Veröffentlichung des Sitzungsprotokolls („monetary policy accounts“) auszudehnen bzw. jene Protokolle schneller zu veröffentlichen. Wie Rosa (2013) am Beispiel von FOMC-Protokollen aufzeigt, kann deren Veröffentlichung sowohl die Volatilität der US-Vermögenspreise als auch deren Handelsvolumen erheblich beeinflussen.

## Literatur

- Archer, D. und P. Moser-Boehm (2013), Central bank finances, *BIS Papers*, 71, 29. April, <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap71.htm> (22. Mai 2023).
- Braunberger, G. (2017), Als die Bundesbank pleite war, *Frankfurter Allgemeine Zeitung, Fazit – das Wirtschaftsblog*, 13. Juni, <https://blogs.faz.net/fazit/2017/06/13/als-die-bundesbank-einmal-pleite-war-8833/> (22. Mai 2023).
- Deutsche Bundesbank (2016), Verhaltenskodex für die Mitglieder des Vorstands der Deutschen Bundesbank, 12. Juli 2012 [mit Änderungen 15. März 2016], <https://www.bundesbank.de/resource/blob/604142/621001acdae0706c5f4b263f66ce16ba/mL/verhaltenskodex-vorstand-data.pdf> (22. Mai 2023).
- Deutsche Bundesbank (2022), EZB veröffentlicht erweiterte Verhaltensregeln für hochrangige Funktionsträger zur Durchführung privater Finanzgeschäfte, Übersetzung der EZB-Pressemitteilung, vom 16. Dezember, <https://www.bundesbank.de/resource/blob/902194/6270d5e27ba407566791dcb467605f88/mL/2022-12-16-verhaltensregeln-download.pdf> (12. Mai 2023).
- EZB – Europäische Zentralbank (2022), Verhaltenskodex für hochrangige Funktionsträger der EZB, 2022/C 478/03, 16.12.2022, C 478/3.
- EZB – Europäische Zentralbank (2023a), Ethics – Governing Council members' declarations, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/access\\_to\\_documents/document/declarations/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/access_to_documents/document/declarations/html/index.en.html) (11. Mai 2023).

15 In dieser Zeit dürfen grundsätzlich keine Wertpapierkäufe oder -verkäufe getätigt werden, Ausnahmen bilden Geldmarktfondanteile oder vor Beginn der Blackout-Periode genehmigte Transaktionen.

16 Zum Zeitplan am Tag einer geldpolitischen EZB-Ratssitzung vgl. <https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/mopo/html/index.en.html> bzw. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/html/index.en.html>.

17 Aus einer dem Autor vorliegenden Antwort auf eine entsprechende Nachfrage bei der EZB geht hervor, dass der Ethikausschuss der EZB es scheinbar für selbstverständlich hielt, dass an einem geldpolitischen Sitzungstag keine privaten Transaktionen vorgenommen werden.

- EZB – Europäische Zentralbank (2023b), Jahresabschluss der EZB für 2022, Pressemitteilung, vom 23. Februar 2023, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.pr230223-398b74f1dc.de.html> (22. Mai 2023).
- EZB – Europäische Zentralbank (2023c), Ethik – Arbeiten mit Integrität, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/ethics/html/index.de.html> (1. September 2023).
- ECB – European Central Bank (2021), Declarations of Interests of 19. November, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/access\\_to\\_documents/document/declarations/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/access_to_documents/document/declarations/html/index.en.html) (20. Februar 2022).
- ECB – European Central Bank (2022), Declarations of Interests of 31. March, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/access\\_to\\_documents/document/declarations/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/access_to_documents/document/declarations/html/index.en.html) (20. April 2022).
- ECB – European Central Bank (2023), Declarations of Interests of 5. April, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/access\\_to\\_documents/document/declarations/shared/pdf/ecb.dr.dec20230405\\_declarations\\_of\\_interests.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/access_to_documents/document/declarations/shared/pdf/ecb.dr.dec20230405_declarations_of_interests.en.pdf) (11. Mai 2023).
- Fed – Federal Reserve Bank (2022a), FOMC formally adopts comprehensive new rules for investment and trading activity, Pressemitteilung, vom 18. Februar, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/press-releases/monetary20220218a.htm> (20. Februar 2022).
- Fed – Federal Reserve Bank (2022b), Office of the Inspector General report on Board trading activity, Letter of 11 July 2022 to Jerome Powell, <https://oig.federalreserve.gov/releases/board-closing-trading-activity-jul2022.pdf> (20. Februar 2022).
- Fed – Federal Reserve Bank (2023), Program for Security of FOMC Information, As reaffirmed effective 31 January 2023, [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC\\_InformationSecurityProgram.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_InformationSecurityProgram.pdf) (22. Mai 2023).
- Hansen, A. (2022), Gefährden laxe Anlageregeln für EZB-Ratsmitglieder das Vertrauen in den Euro?, *Finanzwende Recherche Blog*, hrsg. v. Bürgerbewegung Finanzwende e. V., 9. Dezember, <https://www.finanzwende-recherche.de/2022/12/09/gefaehrden-laxe-anlageregeln-fuer-ebz-ratsmitglieder-das-vertrauen-in-den-euro/> (12. Mai 2023).
- Hansen, A. (2023), Neue Anlageregeln für EZB-Führung: Nebel statt Transparenz?, *Finanzwende Recherche Blog*, hrsg. v. Bürgerbewegung Finanzwende e. V., 2. Mai, <https://www.finanzwende-recherche.de/2023/05/02/neue-anlageregeln-fuer-ebz-fuehrung-nebel-statt-transparenz/> (12. Mai 2023).
- Hansen, A. und D. Meyer (2022), The European Central Bank's ethical rules – Incidents at the Fed raise questions about the rules of conduct for the ECB's Governing Council, *Intereconomics*, 57(5), 322-328, <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2022/number/5/article/the-european-central-bank-s-ethical-rules.html> (12. Mai 2023).
- Harms, A. (2021), Weidmann, Schnabel und Kollegen – Diese Fonds besitzen die EZB-Funktionäre, *private banking magazin*, 22. Juli, <https://www.private-banking-magazin.de/diese-fonds-besitzen-die-ebz-funktionaere/> (11. Mai 2023).
- Meyer, D. (2023), Neuer Verhaltenskodex für hochrangige Funktionsträger der EZB – Weiterhin Reformbedarf, *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (EuZW)*, 34(13), 602-606.
- Meyer, D. und A. Hansen (2022), Die Ethik-Regeln der EZB: Eine Vertrauensbasis mit Anpassungsbedarf?, *Die Öffentliche Verwaltung (DÖV)*, 75(20), 833-839.
- Rosa, C. (2013), The Financial Market Effect of FOMC Minutes, *Economic Policy Review*, 19(2), 67-81, <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/2013/0913rosa.pdf> (16. Mai 2023).
- SNB – Schweizerische Nationalbank (2023), Reglement für private Finanzanlagen und Finanzgeschäfte von Mitgliedern der Bankleitung, [https://www.snb.ch/de/mmr/reference/Reglement\\_private\\_Finanzgeschaefte/source/Reglement\\_private\\_Finanzgeschaefte.de.pdf](https://www.snb.ch/de/mmr/reference/Reglement_private_Finanzgeschaefte/source/Reglement_private_Finanzgeschaefte.de.pdf) (22. Mai 2023).
- Schwerdtfeger, H. (2020), EZB-Direktorin und Notenbankchefs – Auf diese Wertpapiere setzen Europas Top-Notenbanker, *WirtschaftsWoche*, 18. Mai 2020, <https://www.wiwo.de/finanzen/geldanlage/ezb-direktorin-und-notenbankchefs-auf-diese-wertpapiere-setzen-europas-top-notenbanker/25838028.html> (11. Mai 2023).
- Siegel, R. (2022), Fed inspector general probe clears Powell, Clarida of violating laws, *The Washington Post*, 14. Juli, <https://www.washingtonpost.com/business/2022/07/14/fed-ethics-scandal/> (16. Mai 2023).
- U.S. Office of Government Ethics (2021), Letter of Jerome Powell to Cary K. Williams, Deputy Associate General Counsel and Designated Agency Ethics Official, 3. Dezember, [https://extapps2.oge.gov/201/Presiden.nsf/PAS+Index/18D92306F1D5ECDB8525890E003459F7/\\$FILE/Powell,%20Jerome%20H.%20%20finalEA.pdf](https://extapps2.oge.gov/201/Presiden.nsf/PAS+Index/18D92306F1D5ECDB8525890E003459F7/$FILE/Powell,%20Jerome%20H.%20%20finalEA.pdf) (11. Mai 2023).
- U.S. Office of Government Ethics (2022a), Certification of Ethics Agreement Compliance, 1. Juli, [https://extapps2.oge.gov/201/Presiden.nsf/PAS+Index/510C7F27A3F0A84B85258873002C1B40/\\$FILE/Powell,%20EA%20Certification%201%20of1.pdf](https://extapps2.oge.gov/201/Presiden.nsf/PAS+Index/510C7F27A3F0A84B85258873002C1B40/$FILE/Powell,%20EA%20Certification%201%20of1.pdf) (11. Mai 2023).
- U.S. Office of Government Ethics (2022b), Periodic Transaction Report (OGE Form 278-T), 19. Juli, [https://extapps2.oge.gov/201/Presiden.nsf/PAS+Index/56F642D0F9B84D2985258886002ED470/\\$FILE/Jerome-H-Powell-07.01.2022-278T.pdf](https://extapps2.oge.gov/201/Presiden.nsf/PAS+Index/56F642D0F9B84D2985258886002ED470/$FILE/Jerome-H-Powell-07.01.2022-278T.pdf) (11. Mai 2023).
- Weidmann, J. (2019), Die Rolle der Zentralbank in einer modernen Volkswirtschaft – eine europäische Perspektive, Rede an der Universität von Südafrika (UNISA), 12. Februar, <https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/die-rolle-der-zentralbank-in-einer-modernen-volkswirtschaft-eine-europaeische-perspektive-776706> (16. Mai 2023).

#### Title: *New Code of Conduct for Members of the ECB's Governing Council – Need for Clarification*

**Abstract:** *The trust placed in a central bank is considered its most important asset – especially in turbulent times for monetary policy. In order to avoid any appearance of conflicts of interest, the European Central Bank (ECB) felt motivated to tighten its Code of Conduct for high-level officials at the beginning of 2023. However, an analysis of current self-disclosures by the members of the ECB's Governing Council on their financial investments indicates a lack of clarity in the new investment rules, which seems to result in inconsistent and partly contradictory disclosures – especially with regard to “legacy assets”. The clarity and comprehensibility of the rules as well as their consistent implementation should therefore be reviewed in order to prevent an erosion of confidence in the ECB.*